

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

DIPLOMOVÁ PRÁCE

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Stanovení hodnoty podniku v potravinářském odvětví metodou EVA a metodou DCF

Company valuation in the food industry by applying EVA and DCF methods

Student: Bc. Anna Káňová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Petr Gurný

Ostrava 2011

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra financí

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Anna Káňová**
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: 6202T010 Finance
Specializace: 00 Finance
Téma: Stanovení hodnoty podniku v potravinářském odvětví metodou EVA a metodou DCF
Company valuation in the food industry by applying EVA and DCF methods

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Přístupy a metody oceňování podniku
 3. Charakteristika vybraného podniku v potravinářském odvětví
 4. Stanovení hodnoty podniku vybranými metodami a jejich komparace
 5. Analýza citlivosti na vybrané parametry a zhodnocení výsledků
 6. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F. *EVA and value-based management: a practical guide to implementation*. 1st ed. New York: McGraw-Hill, 2001. 493 s. ISBN 0-07-136439-0.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Petr Gurný**

Datum zadání: 26.11.2010

Datum odevzdání: 29.04.2011

Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.
Přílohy č. 4, č. 5 a č. 6 mi byly dány k dispozici “.

Datum odevzdání: 20. dubna 2011

Podpis:

Ráda bych poděkovala vedoucímu diplomové práce panu Ing. Pertu Gurnému za čas, pomoc a trpělivost.

OBSAH

1	Úvod	1
2	Přístupy a metody oceňování podniku	3
2.1	Základy oceňování	3
2.2	Postup při oceňování	4
2.3	Strategická analýza	5
2.3.1	Stanovení vnějšího potenciálu	6
2.3.2	Stanovení vnitřního potenciálu	11
2.3.3	Prognóza tržeb oceňovaného podniku	11
2.4	Finanční analýza podniku, SWOT analýza	12
2.4.1	Poměrová analýza	13
2.4.2	Pyramidový rozklad ukazatelů	18
2.4.3	Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně	20
2.5	Finanční plán a související úpravy	21
2.6	Metody oceňování	24
2.6.1	Metoda diskontovaných peněžních toků	25
2.6.2	Metoda ekonomické přidané hodnoty	30
2.7	Analýza citlivosti	32
3	Charakteristika vybraného podniku v potravinářském odvětví	34
4	Stanovení hodnoty podniku vybranými metodami a jejich komparace	37
4.1	Strategická analýza	37
4.1.1	Stanovení vnějšího potenciálu	37
4.1.2	Stanovení vnitřního potenciálu	46
4.1.3	Prognóza tržeb oceňovaného podniku	47
4.2	Finanční analýza,	48
4.2.1	Poměrová analýza	49
4.2.2	Pyramidový rozklad	51
4.2.3	Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně	53
4.2.4	SWOT analýza	53
4.3	Finanční plán a související úpravy	54
4.4	Stanovení hodnoty podniku metodou DCF	58
4.5	Stanovení hodnoty podniku metodou EVA	61
5	Analýza citlivosti na vybrané parametry a zhodnocení výsledků	63
6	Závěr	68

1 ÚVOD

Ve finančním řízení firem je oceňování podniku jednou z významných oblastí. Někteří autoři oceňování podniku označují za disciplínu „královskou“, jelikož stanovení hodnoty podniku je složitý a komplexní proces, při kterém musí být oceňovatel obeznámen s fungováním podniku jako celku. Kvalita výsledku ocenění se odvíjí nejen od vybrané metody, ale zvláště pak od množství a kvality informací, které byly pro ocenění použity. V tržní ekonomice se stále častěji setkáváme s globalizačními trendy a zostřováním konkurence. Právě proto se podniky více než kdy jindy stávají předmětem fúzí a akvizic. Otázka oceňování tedy nabývá na své důležitosti a je nezbytné znát hodnotu podniku jako celku. Současným trendem v oceňování je přechod od účetních k tržním postupům.

Cílem diplomové práce je stanovit tržní hodnotu společnosti PeMaP s.r.o. k datu 31.12.2009 metodou diskontovaných peněžních toků a metodou EVA, zjištěné hodnoty porovnat, provést citlivostní analýzu na vybrané parametry, a dále pak dosažené výsledky zhodnotit.

Důvodem ocenění je zamýšlený prodej podniku. Výchozí předpoklad lze charakterizovat jako přístup „going concern“ a „stand alonen basis“ tj. ocenění podniku tak, jak je. Podnik bude tedy nadále provozovat stejný předmět činnosti a nový majitel bude pokračovat ve stávajícím nejlepším možném využití zařízení.

Práce bude strukturována do šesti kapitol. V úvodu je objasněna volba tématu a jeho důležitost. Dále je jasně definován cíl práce. Rovněž je nastíněna struktura práce a obsah jednotlivých kapitol.

Druhá část bude zaměřena na teoretické poznatky, jejichž znalost je pro samotné ocenění nutná. Nejprve bude nezbytné získat veškeré dostupné informace o oceňované společnosti. Poté bude přistoupeno ke strategické analýze, kterou je zhodnocen nejen vývoj makroprostředí, ale také odvětví, ve kterém společnost působí, včetně zhodnocení konkurence. Všechny výše uvedené kroky budou provedeny s cílem prognózy tržeb oceňované společnosti. Dalším krokem bude zhodnocení finanční situace podniku. Za tímto účelem bude využito finanční analýzy, která se skládá z analýzy vertikální, horizontální a poměrové. Ukazatel ROE bude poté podroben pyramidovému rozkladu. Mezi metody finanční analýzy řadíme i souhrnné ukazatele finanční výkonnosti. V následující subkapitole budou analyzovány generátory hodnoty. Dále zde budou aktiva rozčleněna na provozně nutná a nenutná. Výsledkem těchto kroků bude sestavení finančního plánu, který je pro ocenění

výnosovými metodami nezbytný. Následně budou uvedeny metody používané k oceňování podniku. Podrobněji bude popsána metoda diskontovaných peněžních toků a metoda EVA. Metoda diskontovaných peněžních toků bude zvolena proto, že v současnosti patří k hojně využívaným metodám. Základní krok, který povede k ocenění touto metodou, bude stanovení budoucích peněžních toků na základě finančního plánu. Poté určení nákladů kapitálu, kterými budou peněžní toky diskontovány. Posledním krokem bude výpočet hodnoty podniku. Metoda ekonomické přidané hodnoty patří k těm metodám oceňování, které jsou ještě více tržně zaměřeny. Rozdíl mezi těmito metodami je v tom, že místo peněžních toků je v případě metody ekonomické přidané hodnoty diskontován ukazatel EVA. V poslední subkapitole bude popsána citlivostní analýza.

Ve třetí části bude stručně charakterizován minulý i současný vývoj společnosti PeMaP s.r.o., jejíž ocenění bude dále provedeno.

Ve čtvrté kapitole již budou realizovány potřebné výpočty nutné pro samotné ocenění, a následně dojde ke stanovení hodnoty podniku metodou diskontovaných peněžních toků a metodou EVA.

Předposlední kapitola bude věnována analýze citlivosti ukazatelů na vybrané parametry, přičemž budou zvoleny následující parametry – FCFF, WACC, NOPAT a NOA. V rámci poslední kapitoly budou všechny zjištěné hodnoty okomentovány a vyvozeny konečné závěry.

2 Přístupy a metody oceňování podniku

Pro stanovení hodnoty podniku je zapotřebí seznámit se s celou řadou teoretických východisek. Právě tomu bude celá tato kapitola věnována. Text navíc bude pro větší názornost chronologicky uspořádán tak, jak samotné ocenění probíhá.

V závěru kapitoly budou popsány dvě konkrétní metody oceňování podniku, které budou v aplikační části uplatněny a jejichž výsledky budou v závěru diplomové práce podrobeny analýze citlivosti, komparaci a zhodnocení.

2.1 Základy oceňování

Před samotným oceněním je nutné uvědomit si rozdíl mezi pojmem cena a hodnota a seznámit se s kategoriemi hodnoty. Cenu lze charakterizovat jako konkrétní částku zaplacenou při nákupu či prodeji v daném místě a čase. Hodnotou (někdy je užíván termín objektivizovaná či objektivní hodnota) se rozumí cena, na které se s největší pravděpodobností kupující a prodávající dohodnou. Cílem ocenění je nalézt tzv. objektivizovanou hodnotu. Tato hodnota však závisí na celé řadě faktorů a to nejen těch, které jsou jasně stanoveny, jako např. velikosti majetku, množství aktiv nebo zisk v minulém období, ale hlavně na takových faktorech, které jsou nejisté např. perspektiva podniku v budoucnu. Objektivní hodnota tedy není konkrétní jedno jasně stanovené číslo, protože je založena na nejisté předpovědi budoucnosti, která se může změnit.

Na hodnotu podniku má také výrazný vliv účel ocenění a kvalita a množství vstupních údajů. Důležitým faktorem je pak také osoba oceňovatele, jeho zkušenosti i subjektivní názor.

V zásadě jsou rozlišovány čtyři kategorie hodnoty. **Tržní hodnota** je Mezinárodními oceňovacími standardy definovaná jako odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku. **Subjektivní hodnota** je podle stejných standardů definovaná jako hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tímto specifickým pojmem je spojen specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku. **Objektivizovaná hodnota** je typizovaná a jinými subjekty přezkoumatelná výnosová hodnota, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny

vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku. **Komplexní přístup na základě Kolínské školy** je založen na tvrzení, že ocenění by mělo být modifikováno podle funkce, kterou má plnit.

Z jiného úhlu pohledu můžeme hodnotu podniku rozlišit na **hodnotu brutto**, ve které je zahrnuta hodnota podniku jako celku. **Hodnotou netto** je provedeno ocenění pouze na úrovni vlastníků podniku.

Existuje celá řada důvodů pro oceňování např. koupě či prodej podniku, převzetí, emise akcií, fúze, zvýšení základního kapitálu, uvedení na burzu atd.

V rámci České republiky neexistuje jednotný ucelený právní předpis, kterým by oceňování podniků bylo upraveno. Existuje však celá řada norem, upravujících oceňování alespoň dílčím způsobem a správný oceňovatel by o nich měl mít alespoň základní přehled. Jedná se o Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí, metodický pokyn ZNAL České národní banky, Mezinárodní oceňovací standardy, Evropské oceňovací standardy atd.

2.2 Postup při oceňování

Na počátku samotného ocenění je nutné jasně stanovit účel, pro který se ocenění zpracovává a jaké kategorie hodnoty má být dosaženo. Cíl ocenění se pak stává vodítkem pro výběr vhodné metody.

Nejprve je zapotřebí obstarat si veškerá data, která jsou pro ocenění potřebná. Pro přesné a věrohodné ocenění je nutné vycházet z kvalitních dat. Základním zdrojem informací jsou auditorsky ověřené účetní závěrky, jejichž součástí je rozvaha, výkaz zisku a ztráty a v mnoha případech i výkaz cash flow. Nutno je také znát vnitropodnikové informace, údaje o organizaci podniku, managementu a systému řízení společnosti. Důležitý je rovněž podnikatelský záměr, kterým jsou osvětleny plány vlastníků do budoucna. Obsaženy jsou v něm například důležité investiční akce, se kterými se v následujících letech počítá.

Veškeré získané informace je nutné podrobně analyzovat. K posouzení vývoje ekonomiky můžeme využít strategickou analýzu, kterou pro přehlednost dělíme na dvě části - analýza vnějšího potenciálu a analýzu vnitřního potenciálu.

Poté bude přistoupeno k rozebrání podnikových dat. Pomocí finanční analýzy lze zhodnotit nejen minulost podniku, ale také vyhlídky do budoucnosti. Cílem finanční analýzy je zhodnotit na základě historických dat finanční stabilitu podniku a odhadnout budoucí vývoj klíčových ukazatelů.

U výnosových metod ocenění je dalším velmi důležitým krokem sestavení finančního plánu. Hodnota podniku se odvíjí od budoucích očekávaných tržeb. Proto by měl být plán sestaven co nejdříve.

Na základě předem zvolené metody je následně postupováno. Pro zvolenou metodu jsou již známá všechna data a může tedy dojít k samotnému propočtu. Výsledkem je určení hodnoty podniku k datu ocenění.

„Uvedení data ocenění má klíčový význam, a to především proto, že zpracovatel ocenění do svého závěrečného výroku zpracovává veškerá data, která má v daný okamžik k dispozici. V případě, že po určité době vznikne potřeba vrátit se k výsledku ocenění, není možno výsledný výrok prostě převzít,“ jak tvrdí Kislingerová (1999, str. 17).

2.3 Strategická analýza

Úvodem je zapotřebí zdůraznit, že v současnosti je význam strategické analýzy neprávem podceňován. Strategická analýza je jednou z klíčových fází oceňovacího procesu a v žádném případě by neměla být pouze „planými řečmi“, ale jejím výsledkem by měla být konkrétní čísla.

Cílem strategické analýzy je určit celkový výnosový potenciál podniku, tedy jakousi hodnotu, která bude podnikem vytvořena. Potenciál oceňované firmy se skládá ze dvou složek. První je **vnější potenciál**, kterým je mapován celkový vývoj ekonomiky a jeho vliv na podnik, a také strukturu odvětví a potenciál do budoucna. Druhou je **vnitřní potenciál**, pomocí něhož je hodnocena schopnost podniku čelit hrozbám a využívat příležitosti, které se v odvětví a ekonomice naskytnou.

Samostatnou kapitolou je pak finanční analýza, kterou jsou detailně zkoumány účetní výkazy podniku a zhodnocena situace podniku pomocí poměrových ukazatelů.

Dle Maříka (2007, str. 57) by s využitím strategické analýzy mělo být odpovězeno alespoň na tři otázky.

- *Jaká je perspektiva podniku z dlouhodobého hlediska?*

- *Jaký vývoj trhu, konkurence a především vývoj podnikových tržeb lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat?*
- *Jaká rizika jsou s podnikem spojena?*

Při zpracování strategické analýzy je postupováno následně. Nejprve je zhodnocen vnější potenciál, tedy je analyzována celková ekonomická situace včetně výhledu do budoucna a dále je určen a prognózován relevantní trh. Mezi vnitřním a vnějším potenciálem je rovněž nezbytné identifikovat konkurenci a její tržní možnosti. V dalším kroku dojde k určení vnitřního potenciálu. Výsledkem celé strategické analýzy je prognóza tržeb oceňovaného podniku.

2.3.1 Stanovení vnějšího potenciálu

Při určování vnějšího potenciálu je nutné sledovat celou řadu skutečností, proto tento postup rozdělíme do několika částí.

První oblastí je **analýza makroprostředí**. Na podnik je působeno celou řadou faktorů ať už politických, ekonomických, sociálních či technologických. Sledovat všechny ukazatele není reálné, proto je zapotřebí vybrat ty nejdůležitější, mezi které řadíme tempo růstu hrubého domácího produktu, fiskální politikou státu, peněžní nabídku, úrokové míry a politickou situaci.

Druhou oblastí je **identifikace, analýza a prognóza odvětví**, ve kterém podnik funguje. Přiřazení podniku do určitého odvětví je velmi důležitým krokem ocenění. Jedná se zejména o identifikaci základních charakteristik a prognózu odvětví, v němž podnik působí. K základním znakům odvětví patří citlivost na změny hospodářského cyklu, míra regulace ze strany státu (bariéry vstupu do odvětví) a struktura odvětví.

Z hlediska citlivosti odvětví na změny hospodářského cyklu rozlišujeme odvětví cyklická, kterými je kopírován hospodářský cyklus. Zpravidla se jedná o zboží dlouhodobé spotřeby, kdy zákazník může spotřebu odložit na dobu, až se jeho finanční situace zlepší. Typickým příkladem cyklických odvětví je stavebnictví nebo automobilový průmysl. Podniky cyklických odvětví mají ve fázi expanze velmi dobré ekonomické výsledky. V neutrálním odvětví nejsou výnosy podniku výrazně ovlivňovány hospodářským cyklem. Do tohoto odvětví spadá výroba nezbytných statků např. potravin a léků, u nichž je poptávka zpravidla konstantní. Anticyklická odvětví jsou taková, kterými je v období recese dosahováno nejlepších ekonomických výsledků a v době expanze nejhorších výsledků. Jedná se například o sázkové kanceláře, a televizní společnosti.

„Druhou podstatnou odvětvovou charakteristikou je způsob vládní regulace. Ve vztahu k některým produktům nebo službám může ze strany státu existovat cílený přístup, tj. například existují regulované ceny (viz cena energie, nájemné apod.), nebo se jedná o bariéry vstupu do odvětví formou licencí udělovaných státem apod. Protože regulace ze strany státu může mít různé formy, jeví se účelné podrobit ji důkladnému prozkoumání,“ jak tvrdí Kislingerová (1999, str.25).

Strukturu odvětví lze charakterizovat jako monopolní v případě, že na určitém trhu existuje pouze jediný výrobce, který do ceny promítá veškeré náklady. Jiným typem struktury je oligopolní odvětví, zde je typické rozdělení trhu mezi několik dominantních firem. Poslední strukturou je konkurenční prostředí, tj. situace, kdy v odvětví funguje celá řada jednotlivých firem, pro něž je cena danou veličinou, kterou nejsou schopny svým působením ovlivnit.

Prognóza odvětví pak zpravidla vychází z minulého vývoje tržeb, zisků a kurzů akcií. Nelze se však zcela slepě držet jen minulosti. Nutné je též pozorovat vývojové linie, kterými je ovlivňován parametr růstu. Výsledky odvětvových prognóz bývají zveřejňovány v odborných publikacích a také na internetových stránkách společností, které se těmito analýzami zabývají. Odvětvové analýzy jsou rovněž uveřejňovány na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu.

Třetím krokem při určování vnějšího potenciálu je **vymezení relevantního trhu**. Tento trh je nutné vymezit v konkrétních měrných jednotkách, tedy například korunách nebo kilogramech.

Na počátku by mělo dojít k vymezení trhu z hlediska věcného tj. produktu, území (jedná-li se o trh regionální, celé ČR, nebo i dalších zemí mimo ČR), zákazníků a konkurence. Důležité je, aby relativním trhem byla reflektována skutečná situace a zároveň bylo umožněno získat o něm dostatek potřebných informací pro posouzení jeho atraktivity a zhodnocení budoucího vývoje. K základním datům o trhu pak patří jeho velikost v měrných jednotkách a vývoj v dostatečně dlouhém časovém období.

Velikost trhu by primárně měla být odhadována na základě velikosti poptávky, tj. na základě celkového prodeje a spotřeby. Pokud je to možné, je účelné doplnit data o spotřebě i náčrtem vývoje cen. Z hlediska prognózy vývoje není zdaleka lhostejné, zda převažuje růst hmotný nebo tzv. nehmotný růst, který můžeme teoreticky členit na růst cen při stejné kvalitě a růst cen související s růstem kvality, viz Mařík (2007, str. 59).

Data o vývoji relevantního trhu jsou velmi důležitá, jelikož je díky nim poskytnut první obrázek o tomto trhu. Dosavadní tempo růstu je klíčové pro odhad tempa růstu v budoucnosti, a tím i pro odhad tržeb oceňovaného podniku. Pro vytvoření si dostatečného přehledu o vývoji, je nutné mít k dispozici data o trhu za dobu alespoň 5 let. Kratší období by mohlo vést ke zkreslení.

Atraktivita trhu je dalším důležitým faktorem, kterým je ovlivněn vývoj trhu a prognóza vývoje tržního podílu oceňované firmy. Jedná se vlastně o podrobnější kvalitativní hodnocení již známého relevantního trhu, pro které je zapotřebí stanovit hlavní faktory, kterými je trh ovlivňován. Ty se mohou v jednotlivých případech lišit. Mělo by jít zpravidla o faktory, které mají vliv na poptávku a velikost prodeje. Hlavními faktory jsou růst trhu, velikost trhu, existence přímé konkurence, bariéry vstupu do odvětví atd. Abychom byli schopni dojít ke konkrétním číselným výsledkům, je možno využít tzv. bodové hodnocení atraktivity trhu s využitím vah jednotlivých kritérií. To spočívá v tom, že jednotlivým kritériím, která se pro hodnocení atraktivity používají, jsou přiřazeny váhy. Kritéria jsou pak ohodnocena na bodové škále a výsledné body daného kritéria lze určit jako součin váhy a získaných bodů. Pro zjištění výsledku je pak nutné sečíst výsledné body u všech kritérií a podělit je maximálním počtem bodů, které lze získat.

Prognóza vývoje trhu se liší podle toho, jaké hodnoty má být dosaženo. Jedná-li se o subjektivní hodnotu, prognóza závisí na individuálním názoru oceňovatele. Při zjišťování objektivní hodnoty bude prognóza vycházet ze současného stavu, případně tendencí, které jsou prokazatelné a nezpochybnitelné. Prognóza pro účely tržního ocenění by měla vycházet z názorů zastávaných odbornou veřejností. Nejvhodnější je, když jsou příslušnými organizacemi, zabývajícími se touto tematikou, vydávány výhledy. V našich podmínkách se jedná zatím spíše o výjimku, proto nezbyvá, než aby oceňovatel prognózu zpracoval sám.

Má-li být prognóza využita k tržnímu ocenění, měla by vycházet z predikcí národohospodářských veličin, které jsou zpracovávány oficiálními institucemi a jsou běžně k dispozici. Jedná se například o vývoj hrubého domácího produktu, národního důchodu, spotřeby, atd.

„Východiskem prognózy by měla být analýza hlavních faktorů, které na vývoj trhu působí. Tyto faktory musí každý oceňovatel volit v závislosti na konkrétní situaci. Nicméně lze předpokládat následující hlavní skupiny faktorů,“ viz Mařík (2007, str.68),

- Faktory národohospodářské – HDP, národní důchod, velikost spotřeby – jejich prognózy jsou zveřejňovány různými institucemi.
- Faktory poptávky – příjmy obyvatel, ceny, demografická struktura a počet obyvatel – i k těmto údajům se dá poměrně snadno dostat v rámci ČSÚ.
- Faktory specifické pro konkrétní skupiny produktů – zde se řadí módní trendy a spotřební zvyklosti.

Pokud oceňovatel vypracovává prognózu sám a nemá k dispozici žádnou „profesionální“, neměl by se spoléhat pouze na svůj intuitivní odhad, ale použít například analýzu časových řad a jejich extrapolaci, regresní analýzu nebo porovnání na základě vývoje v zahraničí.

„Výsledná prognóza by tedy měla být jednoznačně podložena určitou technikou a zároveň rozumně posouzena odhadcem,“ viz Mařík (2007, str.69).

Cílem regresní analýzy je nalezení „ideální“ matematické funkce tzv. regresní funkce, kterou by byl co nejlépe vyjádřen charakter závislosti a průběh změn závislé proměnné y na nezávislé proměnné x . Regresní funkcí jsou „vyrovnány“ naměřené hodnoty a je používána k predikci. Vstupem pro regresní analýzu jsou data získaná pozorováním nebo měřením. Regrese může být jednoduchá nebo vícerozměrná. Postup regresní analýzy lze shrnout do následujících kroků. Za prvé posoudit všechny dostupné informace o charakteru závislosti mezi y a x a navrhnout jednu nebo více obecných typů regresních funkcí. Dále odhadnout parametry teoretické regresní funkce a tím získat empirickou regresní funkci. Poté posoudit vhodnost získaného modelu, porovnat skutečné hodnoty y_i a vypočítané hodnoty. V případě nespokojenosti s výsledkem navrhnout alternativní typy regresních funkcí a zvážit působení neuvažovaných činitelů a předpokladů o rušivé složce ε , popř. hledat jiné metody odhadu teoretické regresní funkce.

Vhodnými bodovými odhady parametru regresní funkce jsou parametry získané na základě metody nejmenších čtverců.

$$y_i = f(x) + e = \hat{y}_i + e_i, \quad (2.3.1.)$$

kde x_i a y_i jsou naměřené empirické hodnoty, \hat{y}_i je vyrovnaná (predikovaná) hodnota, e_i je reziduální odchylka.

$$\sum_{i=1}^n e_i^2 = \sum_{i=1}^n (y_i - \hat{y}_i)^2 = \min \quad (2.3.2.)$$

Smyslem této metody je tedy minimalizovat součet čtverců odchylek naměřených hodnot od hodnot vyrovnaných. Pro řešení lze využít soustavu k rovnic o k neznámých, Gaussovu eliminační metodu, maticový přístup nebo Cramerovo pravidlo.

Je-li mezi parametry, kterými je ovlivňován vývoj trhu a poptávka lineární vztah, lze využít regresní přímky. Obecný tvar jednoduché regresní přímky je

$$x_i = b_1 + b_2 \cdot y_i, \quad (2.3.3.)$$

kde b_1 a b_2 jsou neznámé regresní koeficienty (jedná se o konstanty), x_i a y_i jsou naměřené empirické hodnoty. X představuje prognózu trhu, tedy v našem případě nejspíše objem poptávky, y je faktor, kterým je poptávka ovlivňována. V případě trhu se však jen stěží bude prognóza trhu opírat o jediný vysvětlující faktor. Spíše bude záležet na větším počtu faktorů, proto dojde k využití vícenásobné regresní analýzy. Vzorec pak bude vypadat následovně

$$x = b_1 + b_2 \cdot y_1 + b_3 \cdot y_2 + \dots, \quad (2.3.4.)$$

kde b_1, b_2, b_3 jsou neznámé regresní koeficienty, x, y_1, y_2 jsou naměřené empirické hodnoty.

Posledním čtvrtým krokem při stanovení vnějšího potenciálu je **stanovení tržního podílu a identifikace konkurence**. Vycházet se bude z historických dat. Jelikož je známa velikost relevantního trhu v měrných jednotkách, není problém zjistit tržní podíl oceňované společnosti a to tak, že tržby nebo produkce oceňovaného podniku jsou vyděleny velikostí relevantního trhu. Zapotřebí je pouze dávat pozor na to, aby obě veličiny byly ve stejných měrných jednotkách, nejlépe pak v peněžním vyjádření, tedy korunách. Pokud nemáme o relevantním trhu dostatečné informace, lze tržní podíl určit vzhledem k největším konkurentům. Tedy součet tržeb oceňované společnosti a hlavních konkurentů bude 100% a otázkou bude, kolika procenty se na tomto trhu podílí právě oceňovaná společnost. Tento druhý postup je však méně přesný. U tržního podílu je nutné dále predikovat jeho vývoj na základě minulého vývoje nebo využít opět regresní analýzu. V ideálním případě by měl tržní podíl růst. Může však i klesat nebo stagnovat.

Zpravidla je dobré zabývat se alespoň třemi nejvýznamnějšími konkurenty oceňovaného podniku. Informace o hospodaření lze čerpat například z účetních závěrek, které najdeme v obchodním rejstříku. Nezbytné je také disponovat celou řadou jiných informací různého druhu, které můžeme získat z informačních databází, odborných publikací a zájmových sdružení. Hlavní důraz je kladen na objasnění parametru hospodaření konkurence a stanovení tržního podílu konkurence (lze využít stejnou metodu jako

u oceňovaného podniku). Přihlíží se také k relacím mezi vývojem tržního podílu konkurence a oceňovaného podniku za středně dlouhé období tj. zhruba 3-5 let.

2.3.2 Stanovení vnitřního potenciálu

Úkolem této části v postupu ocenění je zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a do jaké míry je schopen čelit konkurenci a možným hrozbám. Například je nutné zjistit, zda má podnik potřebné kapacity pro případné rozšíření výroby, nebo zda naopak nedisponuje zbytečně nevyužívanými kapacitami, které by bylo vhodnější prodat a volné prostředky investovat jiným způsobem, viz Mařík (2007, str. 77).

Oceňovatel by v rámci určování vnitřního potenciálu měl věnovat pozornost fází životního cyklu podniku. Dále je pak nutné brát v potaz všechny faktory, které mají vliv na tržní podíl. Tyto faktory můžeme rozdělit na přímé (jasně pozorovatelné, zřejmé) a nepřímé (skryté pohledu zvenčí). Opět je jejich výběr nutný přizpůsobit podmínkám konkrétního podniku. Obecně se za nejdůležitější považují tyto přímé faktory:

- úroveň ceny a ziskových marží, proporce mezi cenou a kvalitou,
- dostupnost,
- kvalita,
- technická vybavenost,
- reklama,
- image podniku,
- servis.

Mezi nepřímé faktory pak řadíme:

- kvalitu managementu,
- výdaje na výzkum a vývoj,
- personál podniku,
- investice do lidského kapitálu.

Abychom i zde byli schopni dojít ke konkrétním výsledkům, lze využít diagram konkurenční síly, který je vlastně obdobou hodnocení atraktivity trhu.

2.3.3 Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Je výsledkem strategické analýzy. Veškeré předcházející kroky vedly právě k prognóze tržeb oceňovaného podniku.

„Pokud nám vyjde z analýzy výrazně jiné tempo, než by vyplývalo z dosavadního vývoje tržeb, musíme být buď schopní tuto změnu dostatečně vysvětlit změnou faktorů analyzovaných v rámci vývoje trhu, konkurenční síly a vnitřního potenciálu, nebo musíme udělat korekci původního odhadu,“ viz Mařík (2007, str.94).

2.4 Finanční analýza podniku

Finanční analýza patří k nejdůležitějším nástrojům finančního řízení, i proto je nedílnou součástí ocenění podniku. Jejím hlavním úkolem je nejen posoudit komplexně finanční zdraví podniku, ale také vytvořit základ pro finanční plán. V žádném případě nestačí pouze ukazatele vypočítat a porovnávat s tzv. správnými hodnotami. Ty totiž nelze jednoznačně určit. Proto musíme ukazatele posuzovat ve vzájemných souvislostech a zpracovat souhrnné komplexní hodnocení.

Prvním krokem, který ještě předchází samotné analýze je posouzení správnosti a úplnosti vstupních údajů. Základním vstupním údajem jsou výkazy finančního účetnictví, tedy rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz cash flow. Kvalitu, věrohodnost a správnost účetní závěrky ověřuje zpravidla auditor. Okrajovými zdroji informací jsou pak výkazy vnitropodnikového účetnictví, kvantifikovatelné nefinanční informace a nekvantifikovatelné informace.

Metody používané ve finanční analýze lze členit dle různých hledisek. Zpravidla používanější jsou metody deterministické. Mezi ně řadíme *analýzu vývojových trendů* tzv. horizontální analýzu, která slouží ke zkoumání časových řad a identifikaci nejvýznamnějších trendů. Zkoumán je tedy vývoj položek výkazů v čase. V této analýze se posuzují změny absolutní (tedy rozdíl mezi hodnotou dané položky v běžném období a minulém období) a relativní (kolik tato změna činí procent, tj. absolutní změna dělená velikostí položky v minulém období). Druhou metodou je *analýza struktury* tzv. vertikální analýza, která se vždy zabývá pouze jedním rokem a ne časovým vývojem. Slouží k posouzení významu a složení dílčích položek na souhrnné položce. Této metody se nejvíce využívá při analýze rozvahy, kdy celková suma aktiv představuje 100% a analytika zajímá, kolika procenty se na ni podílí například dlouhodobý hmotný majetek, nebo zásoby. Je-li pak struktura propočtena za několik období, lze dobře vidět, k jakým změnám došlo. Mezi méně frekvencované metody finanční analýzy patří tzv. rozdílové charakteristiky.

Asi nejvýznamnější metodou finanční analýzy je *poměrová analýza a pyramidový rozklad*, kterým budou věnovány následující kapitoly. Mezi metody finanční analýzy můžeme

rovněž zařadit souhrnné modely hodnocení finanční úrovně. „*Jedná se o specifické metody, jejichž smyslem je vyjádřit úroveň finanční situace a výkonnost podniku jedním číslem,*“ viz Dluhošová (2008, str. 90).

Srovnání výsledku finanční analýzy lze provádět *vzhledem k normě*. Tedy nějaké žádoucí normované hodnotě. V praxi však využívání tzv. doporučených hodnot není příliš vhodné. Je totiž třeba zohlednit specifika jednotlivých firem. Mnohem častěji se využívá srovnání v prostoru, kdy hovoříme o tzv. *mezipodnikovém srovnání*, u kterého by měla být splněna podmínka srovnatelnosti. Mezi základní patří časová srovnatelnost, kde je kladen důraz na to, aby ukazatele pocházely ze stejného a stejně dlouhého období. Oborová srovnatelnost je zcela logická, jelikož stěží jsou porovnatelné ukazatele dvou podniků, které působí ve zcela odlišných odvětvích. Důležité je, aby technologické a ekonomické podmínky byly obdobné. Legislativní srovnatelnost se zabývá obzvláště metodou účtování, která by měla být stejná, aby díky ní nebyly ovlivněny výsledky jednotlivých ukazatelů. V neposlední řadě lze výsledky finanční analýzy *srovnávat v čase*. Tedy hodnotit časové řady jednotlivých ukazatelů. Zde je nutné dávat pozor na případné legislativní, účetní nebo technologické změny, které by se výrazně mohly do vývoje časových řad ukazatelů promítnout.

2.4.1 Poměrová analýza

Jednotlivé ukazatele poměrové analýzy vznikají vzájemným poměřováním položek finančních výkazů. Nelze však poměřovat cokoli s čímkoli. Mezi položkami by měla být určitá závislost. Pro větší přehlednost se poměrové ukazatele člení paralelně na ukazatele:

- zadluženosti,
- likvidity,
- rentability (výnosnosti),
- aktivity.

Mařík přichází se zvláštním uspořádáním ukazatelů podle gradace základních cílů podniku. Jako základní považuje schopnost podniku přežít a plnit krátkodobé a dlouhodobé závazky. Jsou-li obě tyto podmínky splněny, přechází k výnosnosti měřenou rentabilitou. Až v neposlední řadě poukazuje na aktivitu. Rovněž zdůrazňuje, že nejlépe je zkoumat hlavní vazby mezi ukazateli pomocí pyramidového rozkladu. Vzorce uvedené v textu níže vycházejí z publikace Dluhošová (2010, str. 76-99).

Smyslem **ukazatelů zadluženosti** je ukázat proporce mezi vlastním a cizím kapitálem a posoudit tak finanční stabilitu společnosti.

$$\text{Podíl vlastního kapitálu} = \frac{VK}{A}, \quad (2.4.1.)$$

kde VK je vlastní kapitál, a A jsou aktiva celkem. Ukazatelem je charakterizováno, do jaké míry je podnik schopen krýt svůj majetek vlastními zdroji. Jinak lze říct, že je jim určena finanční samostatnost podniku. Jeho zvyšování je považováno za kladný vývoj, avšak příliš vysoká finanční samostatnost může vést ke snižování výnosnosti vložených prostředků.

$$\text{Stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{dl.kapitál}{SA}, \quad (2.4.2.)$$

kde $dl.kapitál$ je dlouhodobý kapitál a SA jsou stálá aktiva. Mezi dlouhodobý kapitál řadíme vlastní kapitál a dlouhodobé cizí zdroje. Z těchto dvou zdrojů by měla být financována veškerá stálá aktiva. Stupeň krytí stálých aktiv by tedy měl být alespoň 100%. Čím je ukazatel vyšší, tím lepší je finanční situace podniku.

$$\text{Majetkový koeficient (finanční páka)} = \frac{A}{VK}, \quad (2.4.3.)$$

kde A jsou aktiva celkem, a VK je vlastní kapitál. Určení poměru mezi vlastními a cizími zdroji je v každém podniku klíčovým rozhodnutím. Obecně platí, že vlastní kapitál je ze všech dostupných možností financování ten nejdražší. Zadluženost tedy nelze vnímat pouze jako negativní charakteristiku, ale také jako možnost zvýšení rentability. Ukazatel majetkového koeficientu by měl být z dlouhodobého hlediska stabilní.

$$\text{Ukazatel celkové zadluženosti} = \frac{CK}{A}, \quad (2.4.4.)$$

kde CK je cizí kapitál a A jsou celková aktiva. Ukazatelem je vyjádřen podíl celkových dluhů na veškerém kapitálu, z něhož je financován majetek. S rostoucí zadlužeností roste i riziko pro věřitele. Zadluženost by se měla pohybovat v rozmezí 30% - 70%.

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{CK}{VK}, \quad (2.4.5.)$$

kde CK je cizí kapitál a VK je vlastní kapitál. V absolutním vyjádření je ukazatelem určeno kolik korun cizího kapitálu připadá na jednu korunu kapitálu vlastního. „Akceptovatelná zadluženost vlastního kapitálu závisí na fázi vývoje firmy a postoji vlastníků k riziku.

U stabilních společností by se měla pohybovat v pásmu od 80% do 120%,“ viz Dluhošová (2006, str. 75).

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}}, \quad (2.4.6.)$$

kde *EBIT* je zisk před úroky a daněmi. Úrokovým krytím je udáno, kolikrát je placení úroku zajištěno dosaženým ziskem. Čím je hodnota vyšší, tím je situace pro podnik lepší. Trend tohoto ukazatele by měl být rostoucí. Převrácenou hodnotou úrokového krytí je

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{EBIT}. \quad (2.4.7.)$$

Obecně můžeme likviditu charakterizovat jako schopnost hradit své závazky včas, řádně a v plné výši. Pro posouzení likvidity se používají tři základní **ukazatele likvidity**.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{OA}{\text{krát.závazky}}, \quad (2.4.8.)$$

kde *OA* jsou oběžná aktiva, *krát.závazky* jsou krátkodobé závazky. V položce oběžná aktiva jsou zahrnuta veškerá aktiva bez ohledu na jejich stupeň likvidity. Za nejméně likvidní část oběžného majetku jsou považovány zásoby. Proto pro zpřesnění představy o likviditě bývá využíváno dalších ukazatelů, které jsou od zásob očištěny. U likvidity se vžilo uvádění tzv. doporučených hodnot. Znovu je však dobré upozornit, že je nejde považovat za dogma. Hodnota běžné likvidity by se měla pohybovat v rozmezí od 1,5 do 2,5.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{\text{krát.závazky}}, \quad (2.4.9.)$$

kde *OA* jsou oběžná aktiva a *krát.závazky* jsou krátkodobé závazky. Pohotová likvidita je přesnějším vyjádřením schopnosti podniku dostát krátkodobým závazkům, a to proto, že v čitateli jsou odečteny zásoby, jako nejméně likvidní část oběžného majetku. Doporučená hodnota ukazatele je v rozmezí 1,0 až 1,5.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{PP}{\text{krát.závazky}}, \quad (2.4.10.)$$

kde *PP* jsou peněžní prostředky (tedy hotovost, peníze na účtech a šeky) a *krát.závazky* jsou krátkodobé závazky. Měřena je na základě tohoto ukazatele schopnost uhradit krátkodobé závazky v tomto okamžiku. Doporučená hodnota se pohybuje od 0,2 do 0,5.

Často bývá mezi ukazatele likvidity řazen i jeden rozdílový ukazatel a to čistý pracovní kapitál, který „představuje část oběžného majetku, která se během roku přemění v pohotové peněžní prostředky a po splacení krátkodobých závazků může být použita k uskutečnění podnikových záměrů. Představuje tedy část oběžného majetku, která je finančně kryta dlouhodobými zdroji,“ dle Dluhošové (2008, str. 81). Čistý pracovní kapitál pak vypočteme jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky, viz vzorec (2.4.11.).

$$\text{ČPK} = OA - \text{krát.závazky} \quad (2.4.11.)$$

Ukazatele rentability patří v praxi k nejsledovanějším ukazatelům. Informují o efektu, kterého bylo dosaženo vloženým kapitálem. V nejobecnější podobě lze tedy vzorec pro rentabilitu charakterizovat jako poměr mezi efektem z podnikatelské činnosti (ziskem) a vloženým kapitálem. U všech ukazatelů rentability obecně platí, že trend by měl být rostoucí. V praxi se využívá modifikace ukazatelů rentability, které se liší tím, jaký zisk bude pro konstrukci ukazatele použit. Kategorie zisku jsou:

- EBIT – zisk před úroky a daněmi
- EBT – zisk před zdaněním
- EAT – zisk po zdanění
- EAT + úroky · (1-t)

Výhodou kategorie EBIT je, že není ovlivněna změnami daňových a úrokových sazeb ani změnou struktury finančních zdrojů.

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu (rentabilita aktiv-ROA)} = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.4.12.)$$

kde *EBIT* je zisk před úroky a daněmi. Rentabilita aktiv bývá považována za klíčovou, jelikož je poměřován zisk s celkovými aktivy, bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financována.

$$\text{Rentabilita dlouhodobých zdrojů (ROCE)} = \frac{EBIT}{VK + dl.CK}, \quad (2.4.13.)$$

kde *EBIT* je zisk před úroky a daněmi, *VK* je vlastní kapitál a *dl.CK* je dlouhodobý cizí kapitál. Ukazatel bývá často využíván k mezipodnikovému srovnání.

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)} = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.4.14.)$$

kde EAT je čistý zisk a VK je vlastní kapitál. Ukazatelem je vyjádřena výnosnost vlastního kapitálu a tento ukazatel je řazen mezi nejsledovanější ze strany vlastníků podniku. Jeho změny mohou být zapříčiněny nejen zvýšením čistého zisku, ale i změnou poměru vlastních a cizích zdrojů nebo pohybem úrokových sazeb.

$$\text{Rentabilita tržeb (ROS)} = \frac{EAT}{T}, \quad (2.4.15.)$$

kde EAT je čistý zisk a T tržby. Rentabilitou tržeb je udáno, kolik korun zisku připadá na jednu korunu tržeb. Zpravidla nejvíce se tento ukazatel využívá pro mezipodnikové srovnání, kde je však vhodné vyloučit vliv různé ceny cizího kapitálu. K jeho konstrukci se pak využívá EBIT.

Rozborem **ukazatelů aktivity** je odpovězeno na otázku, jak podnik hospodaří s aktivy a jejich složkami, a jak se toto hospodaření projevuje do rentability a likvidity. Jinak řečeno jde o hodnocení vázanosti kapitálu v aktivech. Existují dva typy ukazatelů aktivity:

- *doba obratu*, kterou je udáno, kolik dní jsou peníze vázány v určité složce aktiv, než se znovu přemění na peníze a,
- *počtem obrátů*.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{T}{A}, \quad (2.4.16.)$$

kde T jsou tržby a A suma celkových aktiv. Ukazatelem je měřena rychlost obratu aktiv a vedle rentability patří ke klíčovým ukazatelům efektivnosti. Do jeho hodnoty je velmi výrazně promítnut zvolený způsob odepisování, proto jeho hodnocení lze provést až po seznámení se s těmito údaji u konkrétního podniku. Čím je hodnota vyšší, tím je majetek podnikem lépe využíván. Za pozitivní se považuje rostoucí trend. Ukazatel obratu zásob a pohledávek lze spočítat obdobným způsobem (nahrazením aktiv ve jmenovateli zásobami popř. pohledávkami).

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{A \cdot 360}{T}, \quad (2.4.17.)$$

kde A jsou aktiva a T tržby. Lze říct, že doba obratu aktiv vyjadřuje počet dnů, za kolik dojde k pokrytí celkové hodnoty aktiv tržbami. Hodnota ukazatele by měla být co nejmenší a trend klesající.

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{T}, \quad (2.4.18.)$$

kde T jsou tržby. Ukazatelem je udán průměrný počet dní, za které jsou uhrazeny dodavatelské faktury. Ukazatelem je charakterizována platební disciplína podniku. Vhodné je sledovat ukazatel v relaci s dobou obratu pohledávek.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{T}, \quad (2.4.19.)$$

ukazatelem je objasněna strategie řízení pohledávek a je jim udáno za kolik dní jsou v průměru uhrazeny faktury. Hodnotu je možno porovnat se splatností vystavených faktur a zhodnotit tak platební morálku zákazníků. Tento ukazatel společně s předcházejícím je důležitý z hlediska plánování finančních toků.

Dobu obratu pohledávek by neměla překročit doba obratu závazků. To by vypovídalo o zbytečné vázanosti peněz v pohledávkách a poté nutnosti platit vlastní závazky z jiných zdrojů než tržeb inkasovaných za právě prodané zboží či služby.

2.4.2 Pyramidový rozklad ukazatelů

Jedná se o matematicky přesný rozklad jednoho ukazatele, tzv. vrcholového, na dílčí tzv. vysvětlující ukazatele. Rozklad slouží k identifikaci a kvantifikaci vlivu dílčích ukazatelů na ukazatel vrcholový. Nejčastěji se k rozkladu používají ukazatele rentability, které jsou ovlivňovány nejen zadlužeností podniku, ale i likviditou a aktivitou.

$$ROE = \frac{EAT}{VK} \quad (2.4.20.)$$

$$ROE = \frac{EAT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{VK} \quad (2.4.21.)$$

$$ROE = \frac{EAT}{EBT} \cdot \frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{EBIT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{VK}, \quad (2.4.22.)$$

kde $\frac{EAT}{EBT}$ je daňová redukce zisku, $\frac{EBT}{EBIT}$ úroková redukce, $\frac{EBIT}{T}$ provozní rentabilita,

$\frac{T}{A}$ obrat aktiv a $\frac{A}{VK}$ finanční páka. Na vývoje ROE tedy působí nejen daňové a úrokové zatížení, ale i stupeň využití podnikových aktiv či stupeň zadluženosti.

Z výše uvedeného lze vyjmout dva ukazatele, které mají protichůdný vliv na vývoj ROE. Jedná se o ukazatele finanční páka a úroková redukce. Abychom byli schopni posoudit vliv zvyšující se zadluženosti na rentabilitu, je zaveden ukazatel ziskový účinek finanční páky, který lze vyčíslit jako součin úrokové redukce a finanční páky. Je-li ziskový účinek

finanční páky větší než 1, znamená to, že vyšší stupeň zadluženosti při dané úrokové míře působí pozitivně na vývoj ROE. Je-li ziskový účinek finanční páky menší než 1, pak zvýšení zadluženosti působí negativně na vývoj ROE.

Jak již bylo zmíněno, podstatou pyramidového rozkladu je určit změnu vrcholového ukazatele a vyčíslit vliv jednotlivých dílčích ukazatelů na změnu vrcholového ukazatele. Pyramidový rozklad můžeme vidět jako soustavu rovnic, mezi kterými mohou být dva typy vazeb, a to aditivní (+, -) nebo multiplikativní (\cdot , $:$). Podle typu vazby se pak liší postup zjišťování velikosti vlivu jednotlivých členů.

U aditivní vazby je celková změna rozdělena podle poměru změny ukazatele na celkové změně ukazatelů,

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\Delta a_i}{\sum_i \Delta a_i} \cdot \Delta y_x, \quad (2.4.23.)$$

kde je Δa_i změna dílčího vysvětlujícího ukazatele, tedy rozdíl mezi jeho hodnotou v období následujícím a období základním ($\Delta a_i = a_{i,1} - a_{i,0}$), $a_{i,0}$ je hodnota ukazatele i pro výchozí stav a $a_{i,1}$ je hodnota ukazatele v čase 1.

U multiplikativních vazeb lze vyčíslení vlivu provést čtyřmi základními metodami. Jedná se o metodu postupných změn, rozkladu se zbytkem, logaritmickou a exponenciální.

U metody postupných změn je celková změna rozdělena mezi dílčí vlivy. Obecně lze použít následující vzorec (2.4.22),

$$\Delta x_{a_i} = \prod_{j < i} a_{j,0} \cdot \Delta a_i \cdot \prod_{j > i} a_{j,1} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}, \quad (2.4.24.)$$

kde Δy_x je přírůstek vlivu analyzovaného ukazatele, a_i je dílčí vysvětlující ukazatel, Δx_{a_i} je vliv dílčího ukazatele a_i na analyzovaný ukazatel x . Výhodou této metody je její jednoduchost a bezezbytkový rozklad. Za nedostatek může být považován fakt, že výsledek je závislý na pořadí ukazatelů ve výpočtu. Změna pořadí pak vede ke změně výsledku. Metoda je v praxi hojně využívána.

U metody rozkladu se zbytkem jsou vyčísleny vlivy jednotlivých složek, avšak zůstane zbytek, který je výsledkem současných změn více ukazatelů. Obecně lze vliv daného faktoru vyjádřit dle vzorce (2.4.23)

$$\Delta x_{a_i} = \Delta a_i \cdot \prod_{j \neq i}^n a_{j,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{n}, \quad (2.4.25.)$$

$$\text{kde zbytek } R = \Delta y_x - \Delta a_i \prod_{j \neq i}^n a_{j,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}. \quad (2.4.26.)$$

U této metody není výsledek ovlivněn pořadím ukazatelů, ale na druhou stranu vzniká zbytek, který nelze jednoznačně interpretovat ani přiřadit k jednotlivým vlivům. Často se zbytek mezi vlivy dělí rovným dílem. Tato metoda je dobře využitelná, jen když je zbytek malý.

U *metody logaritmické* je reflektována současná změna všech ukazatelů při vysvětlení jednotlivých vlivů, viz vzorec (2.4.27). Vlivy jednotlivých ukazatelů jsou vyjadřovány následovně $\Delta x_{a_i} = \frac{\ln I_{a_i}}{\ln I_x} \cdot \Delta y_x$, (2.4.27.), kde $I_x = \frac{x_1}{x_0}$ (2.4.28.) a $I_{a_i} = \frac{a_{i,1}}{a_{i,0}}$ (2.4.29.)

Výhodou logaritmické metody je, že její výsledek nezávisí na pořadí ukazatelů, ani při výpočtu nevznikají zbytky. Nevýhodou lze spatřovat v tom, že se vychází z výpočtu logaritmů indexů, které musí být kladné.

U *metody funkcionální* je pracováno s diskrétními výnosy, její výhody jsou shodné s logaritmickou metodou. Navíc je ještě odstraněn problém záporných indexů.

U všech výše uvedených metod musíme dojít k závěru, že změna vrcholového ukazatele je součtem změn vybraných dílčích ukazatelů,

$$\Delta y_x = \sum_i \Delta x_{a_i} \quad (2.4.30.)$$

2.4.3 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

Těmito modely je umožněno jedním číslem vyjádřit finanční úroveň podniku. Jejich vypovídací schopnost je proto značně omezena. Ve finanční analýze mají spíše jen doplňkový charakter. Existují dvě základní skupiny těchto modelů – bankrotní a ratingové. Rozdíl je v tom, že u bankrotních se hodnotí možnost úpadku společnosti, zatímco u ratingových možnost zhoršení finanční situace.

Altmanův model byl poprvé publikován v roce 1968 ve Spojených státech. Podle vypočtené hodnoty Z-score se posuzuje pravděpodobnost bankrotu společnosti. Existuje několik modifikací modelu. Nás bude zajímat modifikace publikovaná v roce 1995 pro nevýrobní společnosti. Podniky s minimální pravděpodobností bankrotu mají $Z > 2,6$.

Naopak ty s vysokou pravděpodobností bankrotu mají $Z < 1,1$. Mezi hraničními hodnotami se nachází tzv. šedá zóna, v níž nejde jednoznačně říct, zda je finanční situace podniku dobrá či nikoliv. Hodnotu Z-score vypočítáme dle následujícího vzorce,

$$Z = 6,56 \cdot \frac{\text{prac.kap.}}{A} + 3,26 \cdot \frac{\text{neroz.zisk}}{A} + 6,72 \cdot \frac{EBIT}{A} + 1,05 \cdot \frac{TCA}{\text{dluhy}}, \quad (2.4.31.)$$

kde *prac.kap.* je pracovní kapitál, *A* jsou aktiva, *neroz.zisk* je nerozdělený zisk, *EBIT* je zisk před úroky a daněmi a *TCA* je tržní cena akcie.

Ke shrnutí výsledků, které byly získány ve strategické a finanční analýze bude použita **SWOT analýza**. Jedná se o metodu vyvinutou Albertem Humphreym, který vedl v 60. a 70. letech výzkumný projekt na Stanfordské univerzitě, při němž byla využita data od pěti set významnějších amerických společností. Pomocí SWOT analýzy je možno identifikovat silné (ang. strengths) a slabé (ang. weaknesses) stránky, příležitosti (ang. opportunities) a hrozby (ang. threats), spojené s určitým projektem, typem podnikání, podnikatelským záměrem, společností apod. Silné a slabé stránky se vztahují k firmě. Příležitosti a hrozby jsou součástí externí analýzy. Základ metody spočívá v klasifikaci a ohodnocení jednotlivých faktorů, které jsou rozděleny do čtyř výše uvedených základních skupin. Jedná se o metodu analýzy užívanou především v marketingu, ale také např. při analýze a tvorbě podnikatelské strategie. S její pomocí je možné komplexně vyhodnotit fungování firmy, nalézt problémy nebo nové možnosti růstu. SWOT analýza je součástí strategického (dlouhodobého) plánování společnosti. [5]

2.5 Finanční plán a související úpravy

V této podkapitole je zahrnuto rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná, analýza generátoru hodnoty a sestavení finančního plánu.

Jako předstupeň sestavení finančního plánu je možno chápat **rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná**. Finanční plán se následně týká pouze potřebných aktiv. Podnik chápeme jako jednotku, zabývající se určitou činností. K této činnosti potřebuje aktiva v určité velikosti. Všechna ostatní aktiva lze považovat za provozně nenutná, tedy nepotřebná. Je nezbytné z výsledovky odstranit výnosy a náklady, které souvisí s provozně nenutnými aktivy. Důvody pro rozčlenění majetku jsou jednoduché. Část majetku nemusí být vůbec využívána, a tedy neplynou z ní žádné, nebo jen velmi malé výnosy. Často se jedná o nevyužívané pozemky, popřípadě zbytečně velké množství peněžních prostředků na běžném účtu. U nepotřebných aktiv platí, že by je měl vlastník prodat nebo

pronajmout. Neprovozní aktiva je tedy žádoucí oceňovat odděleně od aktiv provozních. Hodnota neprovozních aktiv je na konci přičtena k výsledné hodnotě podniku. Pro vlastní ocenění jednotlivých složek neprovozního majetku lze použít několik následujících možností, viz Mařík (2007, str. 120):

- pro aktiva přinášející výnos použijeme výnosového ocenění,
 - pro aktiva, která je možno pronajmout bude základem výnosového ocenění nájemné,
 - u ostatních aktiv je možno k ocenění využít výnos z prodeje k datu ocenění,
 - při nedostatku tržních informací lze použít i účetní hodnotu těchto aktiv.
- Standardně se účetní hodnota používá u peněžních prostředků.

Jako možnost vyloučení neprovozního majetku lze použít místo výsledku hospodaření za účetní období provozní výsledek hospodaření, který lze ještě dále upravovat. Takto upravený výsledek hospodaření se nazývá korigovaný výsledek hospodaření.

Tabulka 2.5.1 Úprava provozního výsledku hospodaření na korigovaný provozní VH

	Provozní výsledek hospodaření (z výkazu zisku a ztráty)
-	Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+	Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+	Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, které plynou z provozně nutného majetku
-	Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Zdroj: Mařík (2007, str. 174)

Měli bychom se zajímat nejen o vývoj tohoto korigovaného výsledku v minulosti, ale i v budoucnosti. Je totiž základem pro výpočet ocenění podniku některými výnosovými metodami.

Dalším krokem před sestavením finančního plánu je **analýza generátoru hodnoty**. Finanční plán bude vlastně vytvořen rozvedením analýzy generátoru hodnoty. Poprvé byl pojem generátor hodnoty zaveden v souvislosti s konceptem akcionářské hodnoty. Mezi základní generátory hodnoty patří:

- Tržby – jejich projekce by měla být výsledkem strategické analýzy. Může však dojít ke korekci například v důsledku omezených výrobních kapacit, potřebných investicích nebo způsobech investování.
- Provozní zisková marže – je dle Maříka (2007, str. 127) definována jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi k tržbám. Tato položka odpovídá svým vymezením anglickému NOPBT tj. čistý operativní

zisk před zdaněním. Zisková marže se prognózuje následujícím způsobem. Nejprve je z historických dat vypočtena hodnota marže v minulých letech, následně jsou identifikovány faktory, jimiž je marže ovlivněna. Poté jsou faktory prognózovány a na základě této prognózy je konstruován odhad budoucích hodnot provozní marže. Lze pak také předpovědět korigovaný provozní zisk, jako součin již dříve naprognózovaných tržeb a ziskové marže.

- Pracovní kapitál – je pro účely ocenění modifikován oproti klasickému vymezení, kdy se pracovní kapitál rovná oběžným aktivům mínus krátkodobé cizí zdroje. Základní modifikace spočívá v tom, že od oběžných aktiv nebudeme odčítat krátkodobé cizí zdroje, ale neúročený cizí kapitál (odčítat budeme krátkodobé závazky, ne však běžné bankovní úvěry). Dále je pak přičteno časové rozlišení aktiv a odečteno časové rozlišení pasiv. Druhá významná úprava spočívá v tom, že započítáváme všechny veličiny jen v rozsahu provozně nutném!
- Investice do provozně nutného majetku – jsou nejobtížnější částí analýzy generátoru hodnoty. Jejich vývoj totiž není plynulý, proto je nejde extrapolovat. Ve stále konkurenčně náročnějším prostředí jsou také nutností pro přežití. Zde už nehovoříme o klasickém pojetí investic, ale i o investicích do výzkumu, vývoje a lidského kapitálu. Investice jde prognózovat několika způsoby a to buď na základě podnikových plánů do budoucna, nebo pomocí velikosti odpisů (investice musí být větší než odpisy). Důležité je, aby podnik dokázal dlouhodobě vydělávat na investice, které jsou pro jeho přežití nutné.

Je-li podnik oceňován některou z výnosových metod, je nutné sestavit **finanční plán**. Komplexní finanční plán se skládá z hlavních finančních výkazů – rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu o peněžních tocích. Při sestavování finančního plánu lze vycházet z analýzy a prognózy generátoru hodnoty, kde byla vyčíslena provozní zisková marže a provedena prognóza investic. Prognóza tržeb bude převzatá ze strategické analýzy. Tyto údaje se stanou základními stavebními kameny finančního plánu. Aby bylo možno sestavit komplexní plán, je nutné tyto údaje doplnit o další informace. Zde lze například zmínit plán financování, jehož úkolem je zachytit příjímání, čerpaní a splácení úvěrů a případné změny v základní kapitálu. Cílem je zjistit, zda je podnikem zabezpečen dostatek peněžních prostředků pro jeho fungování.

U finančního plánu pro účely ocenění se obvykle neplánují položky časového rozlišení, nákladových rezerv a opravné položky – necháváme je tedy v konstantní nebo nulové výši.

Rozvaha je historicky nejstarším finančním výkazem. Stav majetku je zachycován na levé straně rozvahy. Na pravé straně, straně pasiv, jsou zdroje krytí majetku, kterými je tvořena struktura podnikového kapitálu. Postup při sestavování je zachycen v Příloze č. 3. Ve výkazu zisku a ztráty jsou zahrnovány náklady a výnosy a slouží k zjišťování výše a způsobu tvorby složek výsledku hospodaření. Konstrukce plánovaného výkazu zisku a ztráty je zachycena v Příloze č. 1.

Výkazem peněžních toků je určen stav hotovosti k určitému datu a jsou jim objasněny příjmy a výdaje hotových prostředků. Výkaz peněžních toků lze zkonstruovat podle Přílohy č. 2.

2.6 Metody ocenění

Jak již bylo několikrát zmíněno výše, volba metody v závislosti na účelu ocenění má pro kvalitu ocenění a naplnění cíle klíčový význam. Metod oceňování existuje celá řada. Asi nejpřehledněji lze metody členit podle charakteru vstupních údajů na metody výnosové, metody založené na analýze majetku (majetkové), metody tržního srovnání tzv. komparativní metody a metody kombinované.

U **výnosových metod** se předpokládá, že hodnotu podniku lze stanovit jako očekávaný užitek pro jeho majitele. Užitek může být definován různě. Podle toho pak můžeme konkretizovat tři základní typy výnosových metod:

- *metoda diskontovaných peněžních toků,*
- *metoda kapitalizovaných čistých výnosů,*
- *metoda ekonomické přidané hodnoty.*

Metody založené na analýze majetku jsou jednoduché a poměrně srozumitelné. Podstatou je ocenit jednotlivé složky majetku a od součtu těchto hodnot odečíst sumu individuálně oceněných závazků. Majetkové ocenění lze členit podle toho, zda se předpokládá pokračování podniku v činnosti. Počítá-li se, že podnik svou činnost ukončí, využijeme *likvidační metodu*, u které určujeme tzv. likvidační hodnotu. Zjednodušeně lze říct, že k likvidační hodnotě dojdeme tehdy, budou-li všechna aktiva rozprodána a uhrazeny veškeré závazky včetně odměny likvidátora. Důležitým faktorem v tomto případě je čas,

tedy rychlost s jakou likvidace probíhá a dále pak vnější tlaky, především nátlak věřitelů. Likvidační hodnota bývá často považována za spodní hranici ocenění podniku.

Do druhé skupiny metod jsou řazeny ty, u kterých se předpokládá zachování činnosti podniku. Jednou z nejjednodušších, ale také nejméně přesných je *metoda účetní*, vycházející z dat uvedených v rozvaze. Hodnotu vlastního kapitálu zjistíme jako rozdíl mezi účetní hodnotou aktiv a účetní hodnotou závazků. O mnoho přesnější je *substanční metoda*, kdy jednotlivé složky aktiv i závazky jsou oceněny reprodukční pořizovací cenou. Znamená to tedy, kolik by stálo pořízení majetku a zaplacení dluhů v daný okamžik. Tímto je reflektována současná tržní situace. Pomocí této metody je získáván mnohem přesnější odhad hodnoty podniku, než v předchozích dvou případech.

Metody založené na tržním srovnání tzv. komparativní metody jsou z pohledu běžného člověka asi nejpředstavitelnější. V případě, kdy chceme něco koupit nebo prodat, a nevíme, jakou cenu požadovat nebo tolerovat, snažíme se obdobný nákup najít v našem okolí a podle něj utváříme naše představy o ceně. U podniku je to však mnohem složitější a obzvláště pak v našich podmínkách, kdy počet srovnatelných transakcí s podniky je velmi malý. Jednoduchost metody se negativně projevuje v nižší vypovídací schopnosti. Metoda je nejčastěji využívána u podniků obchodovaných na burze.

Obecně lze říct, že hodnotu podniku vypočítáme jako součin ukazatele oceňovaného podniku a multiplikátoru, který zohledňuje rozdíly ve velikosti oceňovaného a porovnávaného podniku.

U **kombinovaných metod** je výsledná hodnota podniku stanovena jako průměrná hodnota určená pomocí výše uvedených metod. Jednotlivým metodám můžou být přiřazeny váhy dle subjektivního názoru oceňovatele, nebo lze hodnotu určit jako aritmetický průměr dvou hodnot, přikládá-li jim oceňovatel stejnou důležitost a přesnost.

2.6.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Tato metoda je v současnosti velmi rozšířenou a používanou ve Spojených státech i kontinentální Evropě. Při ocenění je nejprve nutné vymezit budoucí peněžní toky, dále stanovit náklady kapitálu, kterými budou peněžní toky diskontovány a nakonec určit hodnotu podniku zvolenou metodou. Metoda se nevyskytuje pouze v jedné variantě, ale lze rozlišit tři základní typy: metodu entity, metodu equity, a metodu APV.

Klíčovým faktorem pro **stanovení peněžních toků** je, zda oceňujeme podnik jako celek, nebo pouze vlastní kapitál. U nezadlužené firmy jsou FCFF totožné s $FCFE_U$,

$$FCFE_U = EAT + odpisy - INV - \Delta\check{CPK}, \quad (2.6.1.)$$

kde $FCFE_U$ je peněžní tok nezadlužené firmy, INV jsou investice, \check{CPK} je čistý pracovní kapitál a EAT je čistý zisk.

Obecně se FCFF počítají jako součet FCFE dle vzorce (2.8.2.) a FCFD dle vzorce (2.8.3.),

$$FCFE = EAT + odpisy - \Delta\check{CPK} - INV + S, \quad (2.6.2.)$$

kde S je saldo úvěru.

$$FCFD = úroky \cdot (1 - t) - S, \quad (2.6.3.)$$

$$FCFF = EAT + odpisy - \Delta\check{CPK} - INV + úroky \cdot (1 - t), \quad (2.6.4.)$$

kde t je sazba daně z příjmu.

Diskontní mírou jsou vlastně náklady kapitálu, kterými budeme diskontovat volné peněžní toky. Metoda stanovení nákladů by se měla odlišovat dle kategorie hodnoty, které má být dosaženo. Chce-li oceňovatel zjistit tržní hodnotu, lze použít pro určení diskontní míry:

- model oceňování kapitálových aktiv CAPM nebo,
- údaje z trhu s podniky.

Díky malému množství tržních informací a v podstatě žádnému trhu s podniky, ze kterého by bylo možno vycházet, je oceňovatel v našich podmínkách nucen využít ne úplně ideální stavebnicový model. Jeho podstata spočívá ve stanovení celkových nákladů kapitálu jako součtu bezrizikového výnosu a rizikových přírážek. Nyní bude uveden stavebnicový model, využívaný Ministerstvem průmyslu a obchodu. Uvedené vzorce jsou převzaty z knihy Dluhošová (2010, str.123 - 124).

$$WACC_U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.6.5.)$$

kde $WACC_U$ jsou celkové náklady kapitálu nezadlužené firmy, R_F je bezriziková úroková míra, $R_{podnikatelské}$ je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, $R_{finstab}$ je riziková přírážka vyplývající z finanční stability, R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku. U zadlužených firem se použije vzorec (2.6.6).

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.6.6.)$$

kde $WACC_U$ jsou celkové náklady kapitálu nezadlužené firmy, D jsou dluhy, A aktiva celkem a t daňová sazba.

R_F je bezriziková výnosová míra, kterou se obvykle dosadí výnos ze státních obligací, které jsou považovány za nejméně rizikový cenný papír.

Riziková přírážka $R_{podnikatelské}$ závisí na ukazateli $EBIT/A$. Tento ukazatel je porovnáván s ukazatelem $X1$, který je definován dle vztahu (2.6.7),

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot \dot{U}M, \quad (2.6.7.)$$

kde UZ jsou úplatné zdroje, A jsou aktiva a $\dot{U}M$ je úroková míra. Úplatné zdroje vypočítáme dle vztahu (2.6.8),

$$UZ = VK + BU + OBL, \quad (2.6.8.)$$

kde VK je vlastní kapitál, BU jsou bankovní úvěry a OBL jsou obligace.

Pokud je $EBIT/A > X1$, pak $R_{podnikatelské} = 0\%$, pokud je $EBIT/A < 0$ pak $R_{podnikatelské} = 10\%$, je-li $0 \leq EBIT/A \leq X1$, pak $R_{podnikatelské}$ vypočteme podle vzorce (2.6.9),

$$R_{podnikatelské} = \left(\frac{X1 - \frac{EBIT}{A}}{X1} \right)^2 \cdot 0,1. \quad (2.6.9.)$$

$R_{finstab}$ vychází z ukazatele likvidity vyjádřeného vzorcem (2.6.10),

$$L3 = \frac{OA}{krát.závazky + B\dot{U} + výpomoci - dl.BU}, \quad (2.6.10.)$$

kde $B\dot{U}$ jsou bankovní úvěry. Dále jsou stanoveny mezní hodnoty likvidity $X11$ a $X12$. Je-li $L3 \leq X11$ pak $R_{finstab} = 10\%$. Pokud je $L3 \geq X12$ pak $R_{finstab} = 0\%$. Pokud bude $X11 \leq L3 \leq X12$, pak $R_{finstab}$ vypočteme podle vztahu (2.6.11),

$$R_{finstab} = \left(\frac{X12 - L3}{X12 - X11} \right)^2 \cdot 0,1. \quad (2.6.11.)$$

R_{LA} vychází z ukazatele úplatné zdroje. Jsou-li $UZ > 3$ mld. Kč, pak je $R_{LA} = 0\%$. Pokud jsou $UZ < 0,1$ mld. Kč, pak je $R_{LA} = 5\%$. Jsou-li UZ v rozmezí od 0,1 mld. Kč do 3 mld. Kč, vypočte se riziková přírážka R_{LA} podle vzorce (2.6.12)

$$R_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2. \quad (2.6.12.)$$

Pro výpočet hodnoty podniku lze použít dvě metody. První možností je **metoda DCF-entity**, u níž bude využit tzv. korigovaný výsledek hospodaření, který byl již vyčíslen v plánované výsledovce. Korigovaný výsledek hospodaření bychom měli zdanit. Lze použít nejjednodušší způsob - výsledek hospodaření vynásobit sazbou daně pro daný rok. Odpisy převezmeme z plánované výsledovky. U investic se jejich výše vypočte jako rozdíl mezi hodnotou majetku ke konci následujícího roku a hodnotou majetku ke konci tohoto roku plus odpisy v tomto roce. Obdobně se počítá i změna pracovního kapitálu, jako rozdíl mezi upraveným pracovním kapitálem v roce tomto a minulém.

Pro výpočet hodnoty podniku lze využít celé řady vzorců, které jsou zpravidla založeny na konkrétních předpokladech. Chceme-li tržně ocenit celkový kapitál podniku, a předpokládáme-li nekonečné trvání podniku, lze použít vzorec pro perpetuitu, viz vzorec (2.6.13.). Výpočet je snadný, ale méně přesný než rozdělení trvání podniku na více fází, ve kterých bude docházet k různým změnám. Do vzorce pro perpetuitu je rovněž možno zahrnout předpokládané tempo růstu g , viz vzorec (2.6.14.),

$$V = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.6.13.)$$

$$V = \frac{FCFF}{WACC - g}, \text{ a } g \neq WACC \quad (2.6.14.)$$

$$g = \frac{FCFF_{t+1} - FCFF_t}{FCFF_t} \quad (2.6.15.)$$

Při aplikaci výnosových metod se vychází z plánu peněžních toků, které nelze na dlouhé období určit s velkou přesností. Proto se existence podniku rozdělí na dvě fáze. První zpravidla v délce 3-6 let, která je díky krátkému horizontu poměrně dobře plánovatelná. Po fázi první nastupuje fáze druhá, která trvá do nekonečna. V té už nejsou odhadovány přesně finanční toky, ale pouze jejich trend. Hodnota podniku je pak součtem hodnot firmy v první a druhé fázi. Dvoufázová metoda je považovaná za mnohem přesnější než metoda na bázi perpetuity. Hodnotu podniku v první fázi vyčíslíme dle následujícího vzorce.

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.6.16.)$$

kde T je délka první fáze a R_1 náklady kapitálu v první fázi. Při výpočtu hodnoty podniku v druhé fázi se setkáváme s pojmem pokračující hodnota (PH), kterou lze charakterizovat jako hodnotu podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze.

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (2.6.17.)$$

kde R_2 náklady kapitálu v druhé fázi. Za předpokladu konstantního růstu peněžních toků pak jmenovatel vzorce modifikujeme na $R_2 - g$. Výsledná hodnota podniku je pak vyjádřena vzorcem (2.8.18),

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + PH \cdot (1 + R_1)^{-T} \quad (2.6.18.)$$

Druhou variantou je metoda **DCF – equity**, při níž je oceňován pouze vlastní kapitál. Volné peněžní toky se vztahují pouze k vlastnímu kapitálu (značíme je FCFE) a jsou diskontovány náklady na vlastní kapitál. Schéma výpočtu FCFE je uvedeno v následující Tabulce 2.6.1.

Tabulka 2.6.1 Schéma výpočtu FCFE

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních
+ Odpisy
+ Ostatní náklady
- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
- Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku
= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (entity)
- úroky z cizího kapitálu snižené o daňový štít tj. úroky $\cdot (1-t)$
- splátky úročeného cizího kapitálu
+ nově přijatý úročený cizí kapitál
= FCFE

Zdroj: Mařík (2007, str. 205).

Takto vyčíslené finanční toky diskontujeme náklady vlastního kapitálu. Jejich určení je podstatně složitější než u nákladů na kapitál cizí. Nejvhodnější je pro stanovení nákladů, na vlastní kapitál využít jednoho z tržních přístupů, tedy např. model CAMP nebo arbitrážní model oceňování. Jelikož se opět potýkáme s nedostatkem tržních informací využijeme stavebnicový model, podle kterého se náklady na vlastní kapitál vypočtou dle vzorce (2.6.19.),

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - (1-t) \cdot \frac{\dot{U}}{BU+O} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.6.19.)$$

kde O jsou obligace a \dot{U} jsou úroky. Hodnotu podniku lze zjednodušeně spočítat jako perpetuitu, dle vzorce (2.6.13.), nebo uplatnit víceetapňové metody, obdobně jako u metody DCF entity dle vzorců (2.6.16.), (2.6.17.) a (2.6.18.).

2.6.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ukazatel ekonomická přidaná hodnota (z angl. economic value addend – EVA) vznikla v 90. letech minulého století v USA ve společnosti Stern Stewart & Co (majitelé Benett Stewart III a Joel Stern), která na něj vlastní ochrannou známku. Ukazatelem EVA je vykazována co nejúžší vazba na hodnotu akcii. Dále je jím zohledňována časová hodnota peněz a využíváno co možná nejvíce informací z účetnictví.

Hlavním smyslem vzniku, je překlenout nedostatky dosud využívaných ukazatelů (existují totiž možnosti jak legálně ovlivnit výši zisku pomocí účetních postupů a současnými ukazateli není zohledněna časová hodnota peněz). Základním principem ukazatele EVA je měřit ekonomický zisk. Tedy zisk po úhradě nejen nákladů na cizí kapitál, ale i nákladů na kapitál vlastní. Účetní a ekonomický zisk se liší. Dosahování zisku účetního ještě zdaleka neznamená tvorbu zisku ekonomického. EVA lze použít ve finanční analýze, jako nástroj řízení podniku a motivace pracovníku i jako metodu oceňování. Stejně jako u metody DCF existují i u metody EVA varianty entity a equity. Základní vzorec pro výpočet EVA je,

$$EVA_t = NOPAT - WACC_t \cdot C_{t-1}, \quad (2.6.20.)$$

kde $NOPAT$ je zisk z operační (hlavní) činnosti podniku po dani (z angl. net operating profit after taxes), C je kapitál (kapitál vázaný v provozně nutných aktivech, někdy bývá nahrazen termínem NOA z angl. net operating assets) a $WACC$ jsou průměrné vážené náklady kapitálu.

Čistá operační aktiva (**NOA**) korespondují s provozně nutným investovaným kapitálem u metody DCF. U NOA je kladen silnější důraz na ekonomický charakter dat. Z celkových aktiv je nutné vyloučit neoperační aktiva (neslouží k hlavní činnosti podniku). Dále snížit aktiva o hodnotu neúročeného cizího kapitálu, vyloučit mimořádné položky např. kumulovaný zisk z pasiv rozvahy. Výdaje, jejichž charakter je dlouhodobý, je v rozvaze vhodné zachytit jako pořízení nehmotného majetku a ten pak postupně odepisovat. Do NOA je nutné započítat aktiva, která nejsou zachycena v účetnictví, ale která podnik

využívá – typickým příkladem je majetek pořízený na leasing. Ocenění všech aktiv by mělo odpovídat jejich skutečné hodnotě. Je dobré domyslet dopad všech změn do výsledovky, to poslouží jako základ pro výpočet NOPAT.

Operační výsledek **NOPAT** zjišťujeme na základě symetrie mezi NOA a NOPAT. Pokud jsou určité činnosti a jim odpovídající aktiva zařazena do NOA, pak je nezbytně nutné, aby jejich náklady a výnosy byly zařazeny do výpočtu NOPAT. NOPAT je tedy jakousi obdobou korigovaného provozního zisku u metody DCF. Hlavní rozdíl je v tom, že NOPAT by měl obsahovat i dopad úpravy účetních dat na data ekonomicky správnější. Platí, že zabudování úprav již do korigovaného výsledku hospodaření je jen ku prospěchu věci. U výpočtu NOPAT lze vyjít z provozního výsledku hospodaření, ze kterého vyloučíme placené úroky, včetně implicitních úroků placených v leasingových splátkách. Položka mimořádného výsledku hospodaření byla vyloučena již zvolením provozního výsledku hospodaření jako výchozího bodu. Dále je však vhodné vyloučit i položky, které se nebudou vícekrát opakovat (náklady na restrukturalizaci, odstupné vyplacené většímu množství pracovníků, výnosy z prodeje majetku, rozpuštění nevyužitých rezerv, mimořádné odpisy majetku). Náklady na výzkum a vývoj je třeba vypustit a nahradit odpisem aktivovaných nákladů (standardně se využívá doba pěti let). Je třeba vyloučit tvorbu a čerpání tichých rezerv, pokud je jimi ovlivněn výsledek hospodaření.

Stejně jako metoda diskontovaných peněžních toků se i metoda EVA vyskytuje ve dvou variantách. **EVA entity** počítá hodnotu podniku jako celku dle následujícího vztahu,

$$H_b = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{t-1}}{(1 + WACC)^t} + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC \cdot NOA_{T+1}}{WACC \cdot (1 + WACC)^T} - CK_0 + A_0, \quad (2.6.21.)$$

kde H_b je hodnota podniku jako celku (brutto), NOA_0 jsou čistá operační aktiva k datu ocenění, NOA_{t-1} jsou aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t , $NOPAT_t$ je výsledek hospodaření po dani v roce t , T je počet let, pro které je plánovaná EVA, $WACC$ je průměrný vážený náklad kapitálu (musí být zohledněna kapitálová struktura v tržních cenách), CK_0 hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění a A_0 jsou neoperativní aktiva k datu ocenění.

Současná hodnota budoucích EVA je tržní přidanou hodnotou (MVA). Výhodou metody EVA je tedy možnost rozložit hodnotu společnosti na NOA a MVA.

Částí NOA je představována hodnota podniku k datu ocenění. MVA je ta část hodnoty, která teprve vznikne.

Vztah mezi metodou DCF entity a EVA entity je zřejmý. Výsledky jsou totožné, pokud jsou v obou metodách použity stejné průměrné vážené náklady kapitálu, je použit stejný provozní zisk (tedy u metody DCF se nevychází z účetního zisku, ale z NOPAT) a investovaný provozně nutný kapitál u metody DCF je shodný s NOA. Varianta EVA equity se vztahuje pouze k vlastnímu kapitálu a vypočítá se pomocí vztahu,

$$H_n = VK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t - n_{VK} \cdot VK_{t-1}}{(1 + n_{VK})^t} + \frac{EVA_{T+1} - n_{VK} \cdot VK_T}{n_{VK} \cdot (1 + n_{VK})^T} + A_0, \quad (2.6.22.)$$

EVA_t je hodnota ukazatele EVA vypočítaná metodou equity, n_{VK} jsou náklady vlastního kapitálu, EAT je upravený čistý zisk.

NOA transformujeme na hodnotu operačních aktiv krytých pouze VK, tedy $NOA-CK = VK$, **EAT** je pouze ta část zisku, která zůstane vlastníkům. Výpočet provedeme tak, že od upraveného provozního zisku před zdaněním (NOPBT) odečteme nákladové úroky (včetně těch z pronájmu a leasingu) a výsledek zdaníme.

2.7 Analýza citlivosti

V oblasti financí se velmi často setkáváme s pojmem nejistota a riziko. Budoucí vývoj se nedá určit se stoprocentní pravděpodobností. Skutečné výsledky podnikatelské činnosti se mohou značně lišit od výsledku očekávaného. Analýza citlivosti se zpracovává se záměrem poskytnout informace o tom, jak jsou výsledky ocenění citlivé na změnu jedné nebo více klíčových proměnných. U klíčových proměnných se zpravidla počítá se změnami jak kladnými, tak zápornými v řádech několika procent.

„U tohoto přístupu je hodnocen vliv změn vstupních parametrů na výsledné hodnoty finančních veličin. Tato analýza bývá někdy označována jako „What If...“, „Co když...“ analýza, podle otázky, na kterou se hledá odpověď,“ dle Dluhošová (2010, str. 38). Analýzu citlivosti můžeme provést tak, že u základní prognózy budeme měnit v určitých rozpětích hlavní proměnné.

Pokud se obecně syntetický ukazatel vyjádří jako funkce dílčích ukazatelů, pak citlivost souhrnného ukazatele na jeden faktor se dá vyjádřit jako hodnota při změně faktoru takto,

$$U_{1+\alpha}^{F1} = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, F_2, \dots, F_n], \quad (2.7.1.)$$

přičemž $F_1, F_2, F_3 \dots F_n$ jsou faktory působící na vrcholový ukazatel a α charakterizuje relativní odchylku, která může být kladná i záporná. Změnu můžeme vyjádřit také jako přírůstek hodnoty vlivem změny faktoru,

$$\Delta U_{\alpha}^{F1} = U_{1+\alpha}^{F1} - U, \quad (2.7.2.)$$

kde ΔU_{α}^{F1} je změna ukazatele způsobená změnou faktoru o α , U je původní velikost ukazatele, $U_{1+\alpha}^{F1}$ je velikost ukazatele po změně faktoru o hodnotu α .

Pokud je posuzována současná změna více faktorů, jedná se o analýzu scénářů. Velikost ukazatele způsobená změnami dílčích faktorů o relativní odchylku lze vyjádřit pomocí následujícího vzorce,

$$U_{1+\alpha, 1+\beta, 1+\gamma} = f[(1+\alpha) \cdot F_1, (1+\beta) \cdot F_2, (1+\gamma) \cdot F_3, F_4 + \dots + F_n], \quad (2.7.3.)$$

kde α, β, γ jsou relativní odchylky.

Následující rovnice vyjadřuje přírůstek hodnoty vrcholového ukazatele, který byl zapříčiněn současnou změnou dílčích faktorů,

$$\Delta U_{\alpha, \beta, \gamma} = f[(1+\alpha) \cdot F_1, (1+\beta) \cdot F_2, (1+\gamma) \cdot F_3, F_4 + \dots + F_n] - U. \quad (2.7.4.)$$

Pro větší názornost uvedeme vzorec analýzy citlivosti ukazatele EVA na změnu nákladů kapitálu. První rovnicí je vyjádřena celková hodnota ukazatele EVA včetně odchylky,

$$EVA_{1+\alpha} = NOPAT - (1+\alpha) \cdot WACC \cdot NOA. \quad (2.7.5.)$$

V druhé rovnici je vyčíslena pouze velikost odchylky.

$$EVA_{\alpha} = NOPAT - \alpha \cdot WACC \cdot NOA \quad (2.7.6.)$$

kde $NOPAT$ je čistý operační zisk, NOA jsou čistá operační aktiva a $WACC$ jsou průměrné náklady kapitálu, α je parametr charakterizující relativní odchylku.

3 Charakteristika vybraného podniku v potravinářském odvětví

Společnost PeMaP s.r.o. vznikla 20. května 1992, kdy byla zapsána do obchodního rejstříku u Krajského soudu v Ostravě oddíl C, složka 3367. Sídlo společnosti se nachází v Přerově, Na Hrázi č. 60 č. p. 2249. Jak již samotný název napovídá, z hlediska právní formy se jedná o společnost s ručením omezeným. Jednatel společnosti je pan Pavel Skřeček, který společnost zastupuje samostatně. Základní kapitál ve výši 2 136 000 Kč je splacen ze 100 % právě jednatelem společnosti. Předmětem podnikání dle obchodního rejstříku je:

- vnitrostátní a mezinárodní silniční motorová doprava nákladní - provozovaná vozidly bez omezení celkové hmotnosti,
- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej, mimo zboží uvedené v příl. zák. č. 455/91 Sb.
- pronájem a půjčování věcí movitých.

Vůbec první myšlenka, která vedla ke zrodu této společnosti, vznikla na jaře roku 1992, po veletrhu spotřebního zboží v Brně, kde původně čtyři kamarády zaujaly řecké likéry, prezentované na onom veletrhu. Krátce na to se rozhodli založit společnost s ručením omezeným, jelikož v devadesátých letech museli být dovozci zahraničního zboží právníckými osobami. Původně zvažovaný název společnosti PMP byl již registrován Pardubickým medovým perníkem, proto bylo přistoupeno k alternativě PeMaP, což znamená Petr, Marek, Pavel. Již na konci roku 1992 se společníci rozdělili a pokračovali v podnikání pouze dva.

V prvních letech svého působení se společnost zabývala dovozem alkoholických nápojů, colad a schnapsů z Řecka. Společníci měli značné obchodní kontakty, jelikož jistou dobu pracovali jako obchodní zástupci. Sortiment likérů, které zatím v Česku nebyl k dispozici se osvědčil a během půl roku se prodalo 16 kamionů tohoto zboží, což představovalo raketový start. S příchodem roku 1993 se zásadně změnila celní legislativa, která zapříčinila razantní růst ceny dovážených alkoholických nápojů. To vedlo společníky k zjištění, že nesmí „spát na vavřínech“. Proto začali hledat i alternativní sortiment. Jednalo se zejména o řecký broskvový kompot, který je vyhlášeným produktem této země. Dále pak o džemy a další potravinářské zboží. Společnost vyzkoušela řadu produktů, z nichž některé má ve své nabídce dodnes. V roce 1993 společnost začala rovněž dovážet Bulharské víno Medvědí krev, které mělo v České republice dobré jméno a bylo zapsáno do podvědomí lidí již z předrevolučních let. Po ochabnutí zájmu o řecké likéry společnost z Řecka dovážela i známý americký burbón Jim Beam, který byl v nabídce zhruba dva roky.

Na podzim roku 1995 došlo k rozdělení společníků a jako jediný vlastník a společník zůstal ve společnosti pan Pavel Skřeček.

Při distribuci vína Medvědí krev se společnost setkávala s konkurenčními dovozci, při čemž docházelo k cenové válce. Jako vhodné řešení se ukázala registrace ochranné známky na tuto značku. Registrace byla provedena v roce 1998. Tím se společnosti PeMaP stala výhradním dovozcem vína Medvědí krev na český trh. Následně se snažila vyčistit trh od plagiátu typu Balkan Bear či Méd'a Béd'a. Jak sám majitel společnosti říká, právě toto víno považuje za „firemní stříbro“, které se pro PeMaP stalo vstupenkou mezi dodavatele velkých zahraničních řetězců jako jsou Penny, Interspar, Billa, Ahold a Tesco.

V letech 1997 až 2000 byl dovážěn široký sortiment zboží ze Slovenska. Jednalo se o sterilovanou zeleninu, česnekové pasty a hořčice. Nyní je tento sortiment řešen v kooperaci s tuzemskými firmami. Například hořčice a česnekové pasty se vyrábí přímo v Přerově.

V průběhu roku 1999 byla zřízena pobočka ve Starém městě u Frýdku – Místku, která je zaměřena na přímou distribuci nejen našeho sortimentu, ale také žvýkaček Wrigley a top cukrovinek značek Ferrero, Nestlé atd. Prodej je zajištěn prostřednictvím obchodních zástupců, kteří mají se zákazníky přímý kontakt, a tudíž jsou schopni zjistit jejich požadavky a přání. V roce 2002 byl zaveden systém evidence přes čtecí zařízení, který byl na počátku roku 2010 nahrazen novou, modernější technologií. Obchodní zástupci prodávají sortiment přímo z vozu pomocí netbooku.

V roce 2002 společnost zakoupila nemovitost s pozemkem v Přerově. Tato nemovitost prošla rozsáhlou rekonstrukcí a nyní slouží jako nová skladovací hala, ve které byl provoz zahájen v září 2004. Další rozšíření skladovacích prostor bylo provedeno v roce 2006. Současná skladovací plocha je 1800 m². Společnost disponuje také pozemky v lokalitě Hodoňovice u Frýdku – Místku. Dosud využívané prostory se však vzhledem ke stále se rozšiřujícímu sortimentu stávají nevyhovujícími. Na těchto pozemcích měla být vystavěna nová skladovací hala a administrativní zázemí pro pobočku, jež zatím sídlí ve Starém městě u Frýdku – Místku. Jelikož však obec Baška není schopna dostatečně zajistit infrastrukturu v této lokalitě, s největší pravděpodobností se investiční záměr uskuteční v jiné lokalitě.

Aktivita společnosti zasahuje také do vnitrostátní a mezinárodní nákladní dopravy. Téměř od počátku si společnost sama zajišťuje dopravu zboží k zákazníkům. Pro tyto účely má 4 nákladní auta. V této vnitrostátní přepravě byla i snaha logisticky spolupracovat s dopravci a vozy vytěžovat i při zpátečních cestách. Tato politika se příliš neosvědčila

a společnost tato auta využívá výhradně pro své účely. Jedná se tedy o službu pro zákazníky. Od roku 2006 disponuje firma PeMaP s.r.o. i dvěma kamiony, které jsou využívány k dopravě zboží z Řecka do České republiky. Aby byla zajištěna úhrada nákladů na přepravu, bylo nutné spolupracovat s českými exportními firmami, které své produkty vyvážely právě do Řecka. Jednalo se například o přerovský pivovar Zubr nebo sklárny. Smyslem samostatného zajištění dovozu zboží bylo hlavně snížení nákladů a bezproblémové zabezpečení sortimentu, jelikož je zboží dodáváno velkým řetězcům, dodávky nesmí „vypadnout“. Doprava z Bulharska je zajištěna smluvně, jelikož ceny u této přepravy nejsou tak vysoké jako u dopravy z Řecka.

V sortimentu došlo k celé řadě změn. Společnost na trh dodávala mimo jiné i řecké těstoviny nebo mořskou sůl. Tyto produkty se však příliš neosvědčily. V současnosti je upouštěno i od broskvových kompotů, jelikož ty je možné levněji koupit přes Německo. Mezi nejvýznamněji dnes prodávané zboží patří citronové koncentráty, dovážené z Řecka, které jsou dodávány do všech zahraničních řetězců s výjimkou Lidlu. Z Řecka je rovněž dovážen olivový olej Artemis, který je distribuován do řetězců Interspar, Billa a Ahold. Dále jsou také dováženy porcované džemy, které jsou dodávány zákazníkům z gastronomické oblasti. Jedná se zejména o vývařovny a hotely. Od roku 2008 je do ČR dovážen aloe drink z Korey a Číny. A nově i 100% Aloe Curé z Honkongu. Aktuální nabídka společnosti je neustále přizpůsobována přáním a požadavkům zákazníků. Společnost se pravidelně zúčastňuje potravinářských veletrhů, ať už se jedná o Sial Paříž, nebo veletrh v Honkongu.

Společnost má v současné době zhruba 40 zaměstnanců, včetně některých obchodních zástupců, kteří jsou osobami samostatně výdělečně činnými. O vztahy s velkoodběrateli po celé České Republice pečovalo 6 obchodních zástupců. V současnosti jsou pouze dva. Ti jsou zaměstnanci firmy již více než patnáct let. Důvod je především ten, že drtivá většina velkoobchodních odběratelů jsou mezinárodní řetězce, v procentním vyjádření je to 70%. Pouze třicet procent představují tuzemské velkoobchody. Ovšem i ty se sdružují. Důvod je prostý, snaha o zvýšení konkurenceschopnosti.

4 Stanovení hodnoty podniku vybranými metodami a jejich komparace

V této kapitole budou provedeny veškeré kroky, které jsou nutné pro stanovení hodnoty podniku výnosovými metodami. Prvním krokem je provedení strategické analýzy s cílem zhodnotit vnější a vnitřní výnosový potenciál, identifikovat konkurenci a stanovit prognózu tržeb pro následující roky. Další významnou součástí oceňovacího procesu je finanční analýza, která má za úkol posoudit finanční zdraví podniku. Posledním krokem před samotným oceněním je sestavení finančního plánu. Poté co bude sestaven finanční plán, může být již přistoupeno k samotnému ocenění vybranými metodami.

4.1 Strategická analýza

Smyslem strategické analýzy je určit výnosový potenciál podniku v budoucnu. Podnik je vlastně jakýmsi subsystémem v rámci ekonomiky, proto je zapotřebí analyzovat celkovou makroekonomickou situaci země, ve které daný podnik působí. Dále pak prognózovat odvětví a identifikovat konkurenci. Výnosový potenciál odvětví je možno určit na základě historických údajů o odvětví nebo na základě oborových studií. V neposlední řadě je strategickou analýzou sledován i potenciál samotného podniku. Na základě všech získaných informací bude provedena samotná prognóza tržeb.

4.1.1 Stanovení vnějšího potenciálu

Jelikož společnost PeMaP s.r.o. působí výhradně na českém trhu, první část strategické analýzy bude zaměřena na analýzu makroprostředí v České republice. V Tabulce 4.1.1 jsou uvedeny základní makroekonomické údaje od roku 2005 do roku 2009.

Tabulka 4.1.1 Vývoj makroekonomických veličin v ČR za období let 2005 - 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
tempo růstu HDP (v %)	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,1
HDP na obyvatele (v Kč)	291 561	313 868	342 494	353 701	345 601
růst výdajů na spotřebu domácností	2,5	5,0	4,9	3,6	-0,3
inflace (v %)	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0
míra nezaměstnanosti (v %)	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7
měnový kurz CZK/EUR (průměr)	29,78	28,34	27,76	24,94	26,45
měnový kurz CZK/USD (průměr)	23,95	22,61	20,31	17,04	19,06
běžný účet PB (v mld.Kč)	-39,8	-77,2	-113,1	-22,9	-37,0

Zdroj: vlastní zpracování, údaje z [1]

Historický vývoj makroekonomických veličin bude nyní porovnán s vývojem tržeb oceňovaného podniku s cílem najít mezi tržbami popř. ziskem společnosti a výše uvedenými veličinami matematickou závislost, kterou by bylo možno vyjádřit regresní funkcí.

Tabulka 4.1.2 Tržby společnosti PeMaP s.r.o. v letech 2005-2009

	2005	2006	2007	2008	2009
tržby	167 897	182 255	196 241	198 016	192 913
provozní VH	9 350	13 656	14 577	16 378	16 306

Zdroj: vlastní zpracování, údaje z výročních zpráv PeMaP s.r.o.

Z údajů uvedených v Tabulce 4.1.2 je patrné, že tržby se vyvíjejí obdobně jako HDP a výdaje na spotřebu domácností. V roce 2009 došlo k poklesu hodnot ukazatelů HDP na obyvatele a růst výdajů na spotřebu domácností a rovněž k poklesu tržeb. Nejpresnější funkční vztah vykazuje závislost tržeb popř. zisku na ukazateli HDP na obyvatele. Dále je možné pozorovat jistý vztah i mezi nezaměstnaností a tržbami. V letech kdy nezaměstnanost klesala, tržby společnosti rostly. V roce 2009 došlo k růstu nezaměstnanosti, a zároveň poklesu tržeb.

Pro určení funkční závislosti mezi tržbami a ukazatelem HDP na obyvatele byl použit MS Excel. Pomocí tohoto software jsme určili funkční závislost a koeficient determinace. Funkční závislost má tvar,

$$tržby = 0,4749 \cdot HDP_{na\ obyvatele} + 31024, \quad (4.1.1.)$$

koeficient determinace je $R^2 = 0,9685$, což znamená, že výše uvedenou funkcí jsou tržby vysvětleny z 96,85%. Provozní výsledek hospodaření lze popsat funkcí,

$$provozní\ VH = 0,1053 \cdot HDP_{na\ obyvatele} - 20630, \quad (4.1.2.)$$

Hodnotou koeficientu determinace je řečeno, že zvolenou funkcí je popsán vývoj výsledku hospodaření z 90,51%. Jelikož jsou v obou případech koeficienty determinace poměrně vysoké, bylo by možné predikovat budoucí vývoj tržeb na základě ukazatele HDP na obyvatele.

V Tabulce 4.1.3 jsou uvedeny předpokládané hodnoty makroekonomických veličin pro období let 2010 až 2013. Tato predikce je výsledkem třicátého Kolokvia, které proběhlo v listopadu 2010. Cílem Kolokvia je získat představu o názorech odborné ekonomické veřejnosti na předpokládaný vývoj ekonomiky a vyhodnotit jeho základní tendence. Na predikci se podílí 15 domácích a 2 mezinárodní finanční instituce. Výsledky Kolokvia jsou využívány především pro ověření reálnosti makroekonomických rámců státního rozpočtu. V tabulce jsou uvedeny průměrné hodnoty.

Tabulka 4.1.3 Predikce makroekonomických veličin pro období 2010 – 2013

	2010	2011	2012	2013
tempo růstu HDP (v %)	2,2	2,0	2,9	3,4
HDP na obyvatele	353 204	360 268	370 716	383 320

růst výdajů na spotřebu domá.	1,5	1,5	2,5	3,0
inflace (v %)	1,5*	2,2	2,3	2,3
míra nezaměstnanosti (v %)	7,4	7,2	7,1	6,9
měnový kurz CZK/EUR (průměr)	25,29*	24,2	23,7	23,4
měnový kurz CZK/USD (průměr)	19,11*	-	-	-
běžný účet PB (v % HDP)	-2,2	-2,1	-2,1	-2,3

Zdroj: vlastní zpracování, údaje z [2], * reálné údaje dostupné k 12.2.2011

Vidíme, že v predikovaném období dochází k růstu jak HDP, tak i spotřebních výdajů domácností. Lze tedy usuzovat, že tržby společnosti v budoucnu by měly také růst.

Nyní bude přistoupeno k **identifikaci, analýze a prognóze odvětví**, ve kterém společnost PeMaP s.r.o. působí. Jelikož se firma zaměřuje na distribuci vína, cukrovinek, sterilované zeleniny, džemů atd. spadá do potravinářského odvětví. Z hlediska citlivosti odvětví na změny hospodářského cyklu bývá potravinářství uváděno jako typický zástupce neutrálního odvětví. Je však pravda, že společnost nedovází základní potraviny. S růstem HDP tržby společnosti rostly, když však v roce 2009 došlo k poklesu HDP, poklesly i tržby společnosti. Proto bychom z hlediska citlivosti na hospodářský cyklus charakterizovali odvětví jako spíše cyklické. Z hlediska regulace ze strany státu se jedná o odvětví, kterému není věnován žádný zvláštní přístup. Ceny v tomto odvětví nepodléhají žádné regulaci, ani není zapotřebí zvláštních licencí pro vstup do tohoto odvětví. Potravinářství podléhá pouze základní právním normám platným v ČR. Strukturu odvětví můžeme charakterizovat jako konkurenční, jelikož na trhu působí celá řada firem.

Dalším krokem při určování vnějšího potenciálu je vymezení trhu. Je nezbytné určit velikost tohoto trhu v konkrétních jednotkách. Z hlediska věcného vymezení působí společnost PeMaP s.r.o. na poli distribuce potravin. Největší procento tržeb je generováno prodejem vína. Z hlediska území se jedná o celou Českou republiku. K vymezení trhu v konkrétních jednotkách nám poslouží údaje o průměrné roční spotřebě vína na jednoho obyvatele v České republice. Tyto statistiky jsou dostupné na webových stránkách Českého statistického úřadu.

Tabulka 4.1.4 Vývoj spotřeby vína v letech 1990 až 2009

roky	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
spotřeba	14,8	14,8	15,0	15,3	15,4	15,4	15,8	15,9	16,0	16,1
roky	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
spotřeba	16,1	16,2	16,2	16,3	16,5	16,8	17,2	18,5	18,5	18,7

Zdroj: vlastní zpracování, údaje z [3]

Distribuci velkoobchodním zákazníkům zajišťují dva obchodní zástupci. Z hlediska zákazníků jsou odběrateli společnosti velké nadnárodně působící řetězce Penny market, Billa, Interspar, Ahold, Globus a Tesco. Z českých můžeme vyjmenovat velkoobchodní řetězec Norma nebo Žabka. Z hlediska konkurentů je situace složitější. Víno medvědí krev je ošetřeno ochrannou známkou. Konkurenty však mohou být distributoři jiných značek vína. U citronových koncentrátů je společností podchyceno zhruba 80% trhu. Jako konkurenta můžeme uvést např. Limako Břeclav. V sortimentu sterilované zeleniny a džemů je konkurentem například společnost Hamé.

Mezi základní data o trhu patří odhad relevantního trhu vyjádřený v konkrétních jednotkách. Jelikož je hlavní činností společnosti dovoz vína, zaměříme se na analýzu trhu s vínem. Velikost trhu by měla být odhadována na základě velikosti poptávky. V našem případě můžeme velikost trhu určit jako součin průměrné spotřeby vína na jednoho obyvatele s počtem obyvatel ČR. Tento výpočet povede k vyčíslení velikosti trhu s vínem v litrech.

Tabulka 4.1.5 Velikost relevantního trhu v litrech

roky	2000	2001	2002	2003	2004
spotřeba vína na 1 obyvatele	16,1	16,2	16,2	16,3	16,5
počet obyvatel	10 266 546	10 206 436	10 203 269	10 211 455	10 220 577
velikost trhu s vínem v ČR	165291391	165344263	165292957	166446717	168639521
dosavadní tempo růstu	-	0,03%	-0,03%	0,70%	1,32%
roky	2005	2006	2007	2008	2009
spotřeba vína na 1 obyvatele	16,8	17,2	18,5	18,5	18,7
počet obyvatel	10 251 079	10 287 189	10 381 130	10 467 542	10 506 813
velikost trhu s vínem v ČR	172218127	176939651	192050905	193649527	196477403
dosavadní tempo růstu	2,12%	2,74%	8,54%	0,83%	1,46%

Zdroj: vlastní zpracování, údaje z [3]

Z Tabulky 4.1.5 je patrné, že trh s vínem je trhem rostoucí. Je zde tzn. hmotný růst, který je způsoben růstem poptávaného množství. „*Dosavadní tempo rozvoje trhu je výchozí základnou pro odhad temp budoucích, a tím i pro prognózu tržeb oceňovaného podniku,*“ viz Mařík (2007, str. 61). Průměrné roční tempo růstu trhu je dvě procenta. Pokud by byl předpokládán konstantní růst i v následujících letech, lze vyčíslit velikost trhu v roce 2010 jako velikost trhu v roce 2009 zvýšenou o 2 p.b. A stejně pak postupovat i v následujících letech. Pro stanovení velikosti trhu v korunách byla použita průměrná cena vína 50 Kč za litr. Tato cena byla stanovena na základě expertního odhadu majitele společnosti PeMaP s.r.o.

Tabulka 4.1.6 Odhad velikosti trhu na základě spotřeby vína

	2010	2011	2012	2013
velikost trhu (v litrech)	200 406 951	204 415 090	208 503 392	212 673 460
velikost trhu v mil. Kč	10 020,347	10 220,754	10 425,169	10 633,673

Zdroj: vlastní zpracování

Po kvantitativním vymezení trhu může oceňovatel přistoupit k podrobnější kvalitativní analýze tzv. analýze atraktivity trhu. V úvahu jsou obvykle brána kritéria, která mají vliv na poptávku a množství prodeje. Mezi základní kritérium řadíme velikost trhu. Jelikož společnost působí v rámci celé ČR, jedná se o poměrně velký trh, na kterém je možno uplatnit úspory z množství. S velikostí trhu úzce souvisí i kritérium růst trhu. Z výše uvedené Tabulky 4.1.5 vidíme, že trh s vínem roste. To lze považovat rovněž za pozitivní, neboť s růstovým trhem je pro společnost přinášén kladný potenciál. Z posouzení vývoje trhu vzhledem k HDP můžeme usuzovat, že trh není citlivý na konjunkturu. Přestože v roce 2009 došlo k zápornému růstu HDP, viz Tabulka 4.1.1., trh s vínem rostl.

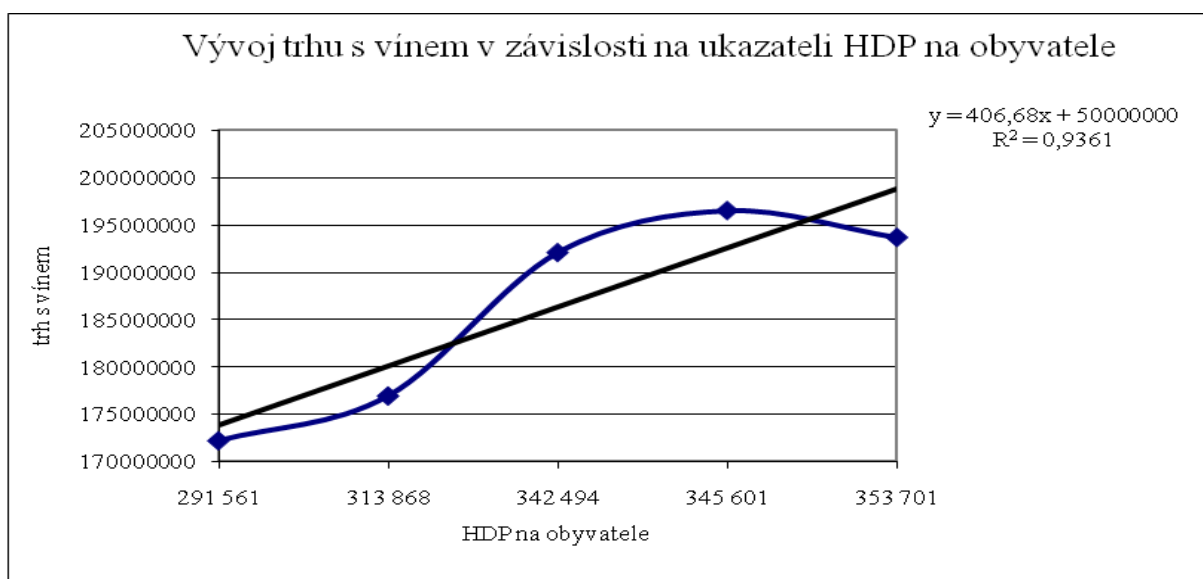
Mezi negativně působící faktory můžeme u společnosti PeMaP s.r.o. zařadit možnost substituce a neexistence bariér vstupu do odvětví. Možnost substituce představuje možnost zákazníků nahradit právě námi dovážené zboží zbožím od jiných distributorů. Společnost má postavení výhradního dovozce pouze u vína Medvědí krev, na něž vlastní ochrannou známku. Jak již bylo zmíněno výše, neexistují žádné speciální bariéry vstupu do potravinářství. Tento fakt s sebou přináší riziko v podobě příchodu nových společností na trh a tím zostření konkurence.

Jelikož nebyla k dispozici žádná odborná prognóza, bude provedena *prognóza vývoje trhu* samostatně, na základě analýzy hlavních faktorů působících na trh. Do první skupiny řadíme faktory národohospodářské. Jejich hodnoty v minulosti i předpokládané hodnoty v budoucnu jsou uvedeny v Tabulkách 4.1.1 a 4.1.3. Je nezbytné prokázat alespoň nějakou statistickou závislost mezi hodnotami ukazatelů a vývojem trhu. Nejlépe lze popsat závislost mezi ukazatele HDP na obyvatele a vývojem trhu s vínem v litrech. Jedná se o lineární regresní funkci, která má tvar,

$$y = 406,68 \cdot x + 50000000, \quad (4.1.3.)$$

kde y je velikost trhu v litrech a x je velikost ukazatele HDP na obyvatele. Z koeficientu determinace je patrné, že s využitím této matematické závislosti je vývoj trhu vysvětlen z 93,61%.

Graf 4.1.1 Vývoj trhu s vínem v závislosti na ukazateli HDP na obyvatele



Zdroj: vlastní zpracování

Nyní bude provedena predikce vývoje trhu na základě ukazatele HDP na obyvatele. V prvním řádku jsou uvedeny předpokládané hodnoty ukazatele, viz Tabulka 4.1.3 a v druhém řádku je pak vyčíslena velikost trhu dle rovnice (4.1.3.). Ve třetím řádku je zachyceno tempo růstu trhu.

Tabulka 4.1.7 Odhad velikosti trhu na základě vztahu s ukazatelem HDP na obyvatele

	2010	2011	2012	2013
HDP na obyvatele	353 204	360 268	370 716	383 320
velikost trhu dle rovnice (4.1.3.)	193641003	196513790	200762783	205888578
tempo růstu trhu	1,6%	1,5%	2,2%	2,6%

Zdroj: vlastní zpracování

Druhá skupina faktorů zahrnuje obecné faktory poptávky, tedy například příjmy obyvatelstva, ceny, počet obyvatel a jejich demografickou strukturu. Vývoj nominální mzdy je nastíněn v Tabulce 4.1.8.

Tabulka 4.1.8 Průměrná nominální mzda v ČR

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
nominální mzda	17 466	18 344	19 546	20 957	22 593	23 488	23 951
tempo růstu	-	5,03%	6,55%	7,22%	7,81%	3,96%	1,97%

Zdroj: vlastní zpracování, údaje z [3]

Opět existuje značná závislost mezi vývojem mezd a vývojem trhu, kterou lze popsat funkcí,

$$y = 4905,3 \cdot x + 80000000, \quad (4.1.4.)$$

kde y je velikost trhu a x je nominální mzda v korunách. Jelikož však k dispozici nejsou odborné studie o vývoji mezd na příští 4 roky, nemůžeme tuto závislost využít. Lze však očekávat, že rostoucí mzdy povedou v růstu trhu, stejně jako tomu bylo doposud.

Vývoj počtu obyvatel je dalším obecným faktorem, kterým je poptávka ovlivňována. Z Tabulky 4.1.5 je patrné, že počet obyvatel v letech 2005-2009 rostl. Tempo růstu počtu obyvatel se pohybuje v rozmezí od 0,3% do 0,9%.

Tabulka 4.1.9 Bazický index spotřebitelských cen pro alkoholické nápoje (100 = 2005)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
index spotřebitelských cen	100	101,1	111,5	122,5	130,4	136,5

Zdroj: vlastní zpracování, údaje z [4]

Ceny alkoholických nápojů jsou ceny tržní. Indexy spotřebitelských cen jsou využívány pro účely valorizace mezd, důchodů a sociálních příjmů. Indexem spotřebitelských cen je udáno, jak vzrostly ceny alkoholických nápojů vzhledem k roku 2005. Zde tedy můžeme konstatovat, že růst trhu byl nejen hmotný, ale i nehmotný.

Mezi specifické faktory pro konkrétní skupinu produktů můžeme zařadit módní trendy a spotřební zvyklosti. Jelikož víno Medvědí krev bylo na českém trhu k dispozici již v dobách socialismu a společnosti PeMaP s.r.o. je distribuováno na tuzemský trh více než 15 let, do podvědomí spotřebitelů se proto tato značka již bezesporu zapsala. Jiným druhem zboží jsou značkové cukrovinky Ferrero nebo Kinder a žvýkačky Wrigley. I u tohoto zboží se nemusíme obávat nedostatečného podvědomí. Výše uvedené zboží je výrazně prezentováno televizními reklamami.

Nyní je zapotřebí stanovit dosavadní tržní podíl společnosti. K tomu poslouží údaje o velikosti trhu z Tabulky 4.1.5. Abychom byli schopni velikost trhu v měrných jednotkách převést na peněžní jednotky, zvolíme si cenu vína ve výši 50 Kč za litr. Nyní bude vynásobena velikost trhu v litrech a cena. Tímto propočtem budou získány údaje o celkových tržbách v odvětví. Poté vydělíme celkové tržby společnosti tržbami z prodeje vína v rámci odvětví. Tím zjistíme dosavadní tržní podíl společnosti.

Tabulka 4.1.10 Stanovení dosavadního tržního podílu společnosti PeMaP s.r.o.

	2005	2006	2007	2008	2009
velikost trhu s vínem	172 218 127	176 939 651	192 050 905	193 649 527	196 477 403
tržby z prodeje vína	8 610 906 360	8 846 982 540	9 602 545 250	9 682 476 350	9 823 870 155
tržby společnosti	167 897 000	182 255 000	196 241 000	198 016 000	192 913 000
tržní podíl	1,95%	2,06%	2,04%	2,05%	1,96%

Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedené tabulky je patrné, že tržní podíl společnosti se dlouhodobě pohyboval s malými odchylkami okolo 2%. Jelikož je velikost tržního podílu v posledních pěti letech poměrně stabilní, lze usuzovat, že i v budoucnu by společnost mohla dosahovat dvouprocentního tržního podílu.

Posledním krokem při určování vnějšího potenciálu je **identifikace konkurence**. Mezi hlavní konkurenty společnosti PeMaP s.r.o. patří společnost BUDA-MONT spol. s.r.o., BEVEDERE spol. s r.o. a ONIMEX-MORAVIA s.r.o.

Společnost BUDA-MONT spol. s r.o. byla založena 6. února 1991. Společnost sídlí na adrese Herink č. 7, okr. Praha východ a dále disponuje dvěma stálými provozovnami v Praze 10 na ulicích Strašnická 119 a Dubečská 1/74. Jednatelé společnosti jsou Zdeněk Kudrna, Katarina Kudrnová a Luboš Kudrna. Tato firma patří mezi přední dovozce a distributory kvalitních vín z celého světa v České a Slovenské republice. V roce 2009 bylo společností zakoupeno vinařství Sovín, tudíž se zařadila i mezi tuzemské výrobce. Mezi odběratele společností patří nadnárodní řetězce, sítě hypermarketů, supermarketů a velkoobchodů. Společností je v současnosti budována nová skladovací hala, dále je zkvalitňována logistika a dochází k snižování provozních nákladů. Obchodní obrat během posledních tří let mnohonásobně vzrostl. Kvalitní stolní vína jsou dovážena nejen z celé Evropy, ale i z Chile, Argentiny, Afriky, Nového Zélandu a Austrálie.

V přílohách 10 a 11 jsou uvedeny základní údaje o společnosti, které byly čerpány z rozvahy a výkazu zisku a ztráty za rok 2009 - 2007. Tyto údaje nám poslouží k lepší identifikaci společnosti a vyčíslení základních ukazatelů zadluženosti, likvidity, rentability a aktivity. Tyto údaje pak byly porovnány s hodnotami ukazatelů dosahovaných společností PeMaP s.r.o.

Pro výpočet ukazatelů zadluženosti byly využity vzorce (2.4.1.) a (2.4.3.)-(2.4.5.). Výsledné hodnoty byly porovnány s údaji v Tabulce 4.2.1.

Tabulka 4.1.11 Ukazatele zadluženosti společnosti BUDA-MONT spol. s r.o.

ukazatele zadluženosti	2 009	2 008	2 007
podíl VK	27,96%	26,09%	26,89%
finanční páka	3,58	3,83	3,72
celková zadluženost	72,04%	73,93%	73,11%
zadluženost VK	38,81%	35,29%	36,79%

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota ukazatele podíl VK je vykazována v nižší velikosti než u společnosti PeMaP s.r.o. Ukazatel finanční páka je naopak vyšší u společnosti BUDA-MONT. Vyšší velikost ukazatele celkové zadluženosti je vykazována společností BUDA-MONT, což svědčí o vyšším zadlužení konkurenční firmy.

Následovat budou ukazatele likvidity, které byly konstruovány podle vzorců (2.4.8.) až (2.4.10.). Výsledné hodnoty jsou porovnány s údaji v Tabulce 4.2.3.

Tabulka 4.1.12 Ukazatele likvidity společnosti BUDA-MONT spol. s r.o.

ukazatele likvidity	2 009	2 008	2 007
běžná likvidita	1,44	1,45	1,40
pohotová likvidita	0,90	1,03	1,00
okamžitá likvidita	0,03	0,04	0,03

Zdroj: vlastní zpracování

Velikost ukazatele běžné likvidity se u společnosti BUDA-MONT pohybuje lehce pod doporučenou hodnotou vyjadřující spodní hranici a zároveň je výrazně nižší než u společnosti PeMaP s.r.o. Hodnota ukazatel pohotovosti likvidity je vyčíslena na spodní hranici intervalu doporučených hodnot a rovněž je vykazována v nižší velikosti než firmou PeMaP. Ukazatelem okamžité likvidity zdaleka není dosahována ani spodní hranice intervalu doporučených hodnot, proto můžeme konstatovat, že z hlediska likvidity jsou společností BUDA-MONT vykazovány horší výsledky než společností PeMaP s.r.o.

Třetí skupinou poměrových ukazatelů jsou ukazatele rentability, které jsou vyčísleny podle vzorců (2.4.12.) až (2.4.15.).

Tabulka 4.1.13 Ukazatele rentability společnosti BUDA-MONT spol. s r.o.

ukazatele rentability	2009	2008	2007
ROA	2,01%	4,04%	1,25%
ROCE	4,81%	9,54%	3,14%
ROE	4,79%	8,81%	7,62%
ROS	0,40%	0,69%	0,61%

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazateli rentability jsou ve všech sledovaných kategoriích i letech vykazovány horší hodnoty než u společnosti PeMaP s.r.o. Hodnoty dosahované společností PeMaP s.r.o. jsou uvedeny v Tabulce 4.2.4. Z hlediska rentability je tedy společnost PeMaP výrazně lepší a kapitál vložený v ní je více zhodnocován než u společnosti BUDA-MONT.

Poslední skupinou analyzovaných ukazatelů jsou ukazatele aktivity. Jejich hodnota byla vyčíslena dle vzorců (2.4.16.) až (2.4.19.). Výsledné hodnoty byly opět porovnány s výsledky dosahovanými společností PeMaP, jež jsou uvedeny v Tabulce 4.2.5.

Tabulka 4.1.14 Ukazatele aktivity společnosti BUDA-MONT spol. s r.o.

ukazatele aktivity	2009	2008	2007
obrat aktiv	3,35	3,34	3,36
DO aktiv	108	108	107
DO závazků	74	72	69
DO pohledávek	54	61	60

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota ukazatele obrat aktiv by měla být co nejnižší. V této kategorii je tedy lepší výsledek u společnosti PeMaP s.r.o., která vykazuje hodnotu ukazatele kolem dvou. Ukazatel doby obratu aktiv je ovšem nižší a tím pádem i lepší u společnosti BUDA-MONT. Ukazatel doby obratu závazků vykazuje kladnější hodnoty u společnosti PeMaP. Doba obratu pohledávek je u obou firem přibližně stejná.

Mezi další konkurenty společnosti PeMaP můžeme zařadit společnost BELVEDERE spol. s r.o., jejímž předmětem činnosti je také koupě zboží za účelem dalšího prodeje. Mimo to společnost provozuje ubytovací a pohostinskou činnost. Společnost BELVEDERE vykazuje v posledních letech záporný výsledek hospodaření. V roce 2009 to bylo -6 786 000 Kč v roce 2008 dokonce -12 079 000 Kč. Aktiva této společnosti jsou zhruba ve třetinové výši vzhledem ke společnosti PeMaP. Vlastní kapitál se pohybuje v záporných hodnotách, a tudíž je společnost výhradně financována cizími zdroji. Veškeré tyto informace vedou k závěru, že finanční situace této firmy není dobrá.

Konkurentem v distribuci cukrovinek na Severní Moravě je společnost ONIMEX-MORAVIA s.r.o. Její tržby jsou však v porovnání se společností PeMaP pouze pětinné, a to ve výši 38 870 000 v roce 2009. Hospodářský výsledek za běžné období v roce 2009 byl vykázán v podobě ztráty -9 000 Kč, v roce 2008 vykázala společnost zisk 351 000 Kč. Opět se však jedná o horší výsledky než jakých dosahuje společnost PeMaP.

4.1.2 Stanovení vnitřního potenciálu

Při stanovování vnitřního potenciálu společnosti je vycházeno „zevnitř společnosti“. Nejprve je vhodné určit fázi životního cyklu společnosti. Jelikož je firma PeMaP na trhu téměř 20 let, její tržby jsou poměrně vysoké a zisková marže se v posledních letech pohybuje nad šesti procenty, viz Tabulka 4.3.3, můžeme hovořit o fázi zralosti. Aby se firma nedostala

do problému, musí však neustále přicházet s novým zbožím. Mezi příznivě působící přímé faktory může být zařazena cena. Firma se totiž snaží cenu svých produktů držet na nízké, pro zákazníky přijatelné úrovni. Na druhou stranu vždy je v ceně zahrnuto i jisté procento, kterým budou pokryty náklady a jež poslouží k tvorbě zisku. Kvalita dováženého zboží je zajištěna atesty, kterými musí zahraniční zboží disponovat. Rovněž mezi kladně působící faktory můžeme zařadit i poměrně širokou síť zákazníků, mezi které patří největší zahraniční velkoobchodní řetězce působící na našem území. Využít příležitosti rostoucího trhu rovněž firmě pomohou nové skladovací prostory s dostatečnou kapacitou a moderní administrativní zázemí, které byly vybudovány v Přerově. Jistým problémem by se v budoucnu mohly stát kapacitně omezené sklady při pobočce ve Starém městě u Frýdku-Místku.

Co se týká nepřímých faktorů, tím hlavním je kvalita managementu. Společnost PeMaP s.r.o. je řízena majitelem a jediným společníkem firmy panem Pavlem Skřečkem, který své manažerské schopnosti prokázal během posledních patnácti let, kdy firmu vedl sám. Během této doby se společnost nedostala do žádných existenčních problémů a vždy vykazovala zisk. O výdajích na výzkum a vývoj v oblasti distribuce potravin můžeme hovořit jen stěží. Aby však firma neztratila „tempo“ účastní se mezinárodních potravinářských veletrhů, na kterých jsou čerpány nápady pro další rozšíření sortimentu. Mezi významný kladně působící faktor řadíme i zaměstnance podniku. S nimi má majitel společnosti dlouholeté osobní vztahy. Fluktuace pracovníků je poměrně malá a klíčoví obchodní zástupci a spolupracovníci jsou zaměstnanci firmy více než deset let. Jelikož je pobočka vzdálená od centrály zhruba 80 km, jsou majitelem pořádány pravidelně porady, kterých se zúčastňují všichni zaměstnanci pobočky. Dále jsou vzájemné vztahy prohlubovány na firemních neformálních akcích, např. vánočním večírku, nebo turnaji v bowlingu.

Z hodnocení vnitřního potenciálu vyplývá, že společnost PeMaP s.r.o. stojí na „pevných základech“ a v budoucnu by nemělo nic bránit zachování tržního podílu na současné dvouprocentní úrovni.

4.1.3 Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Všechny výše uvedené kroky měly za cíl vést k prognóze tržeb oceňovaného podniku. Predikci tržeb můžeme provést na základě vývoje spotřeby vína v ČR a celkových tržeb v tomto odvětví. Předpokládáme konstantní dvouprocentní růst tržeb v letech 2010-2013. Údaje jsou převzaty z Tabulky 4.1.5. Nadále předpokládáme dvouprocentní podíl společnosti na trhu. Jinou metodou odhadu tržeb je odhad na základě vztahu vyjádřeného rovnicí (4.1.1.) mezi ukazatelem HDP na obyvatele a tržbami společnosti. Hodnoty ukazatele HDP na

obyvatele jsou uvedeny v Tabulce 4.1.3. Dosažené výsledky byly zaokrouhleny na celá sta. Jako výsledná hodnota tržeb společnosti v budoucnu bude brána střední hodnota výsledků zjištěných oběma metodami.

Tabulka 4.1.15 Odhad tržeb oceňované společnosti

Roky	Relevantní trh v mil. Kč	Tempo růstu	Tržní podíl společnosti	Předpokládané tržby v Kč	Tržeb společnosti na základě vztahu s ukazatele HDP	Střední hodnota tržeb společnosti PeMaP
2005	8 610,906					
2006	8 846,982					
2007	9 602,545					
2008	9 682,476					
2009	9 823,870					
2010*	10 020,347	2%	2%	200 406 951	198 760 600	199 583 776
2011*	10 220,754	2%	2%	204 415 090	202 115 300	203 265 195
2012*	10 425,169	2%	2%	208 503 392	207 077 000	207 790 196
2013*	10 633,673	2%	2%	212 673 460	213 062 700	212 868 080

Zdroj: vlastní zpracování

4.2 Finanční analýza

Smyslem finanční analýzy je posoudit finanční zdraví podniku s cílem identifikovat případná ohrožení v budoucnu. Finanční analýza bude zahrnovat poměrovou analýzu, pyramidový rozklad a souhrnné modely hodnocení finanční úrovně. Při výpočtu ukazatelů bylo vycházeno z údajů uvedených v Přílohách č. 4, č. 5 a č. 6.

Ještě než bylo přistoupeno k výpočtu poměrových ukazatelů, byla provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy. První horizontální analýzou je poukazováno na absolutní změny jednotlivých položek rozvahy. Z těchto údajů je možno posoudit trend jednotlivých položek. U položky celkových aktiv vidíme dlouhodobě rostoucí trend s výjimkou roku 2008. Důvodem tohoto poklesu bylo razantní snížení hodnoty dlouhodobého finančního majetku. U dlouhodobého majetku nehmotného je trend klesající, jelikož se jedná o firmu, která prodává zboží, nehmotný majetek pro ni není zásadní položkou rozvahy. Položkou dlouhodobý hmotný majetek je vykazován rostoucí trend a to zejména díky nákupu pozemků a investicím do nových skladovacích hal. Hodnota finančního majetku kolísá. S výjimkou roku 2008 hodnota oběžných aktiv roste. Pokles hodnoty oběžných aktiv v roce 2008 byl způsoben významným snížením množství peněžních prostředků držených na běžném účtu. U pasiv stabilně dochází k růstu položek vlastního kapitálu a hospodářského výsledku minulých let. Na druhé straně výrazně klesl cizí kapitál. Vidíme zde jasný trend nahrazování cizího kapitálu kapitálem vlastním. Kompletní horizontální analýza s absolutními změnami je uvedena v Příloze č. 7.

Druhou horizontální analýzou jsou vyčísleny relativní změny jednotlivých položek. Tabulka s výsledky je uvedena v Příloze č. 8. Opět vidíme rostoucí tendence u položky dlouhodobého majetku, z níž nejvíce roste dlouhodobý hmotný majetek. U pasiv je zaznamenán dlouhodobý růst výsledku hospodaření minulých let, který je jedním z faktorů růstu vlastního kapitálu na úkor kapitálu cizího.

Vertikální analýzou je vyjádřen procentní podíl jednotlivých položek aktiv popř. pasiv na celkové hodnotě aktiv. Tabulka s kompletními výsledky je uvedena v Příloze č. 9. Podíl dlouhodobého majetku vzrostl v roce 2007 na 20 %, další skokový nárůst byl zaznamenán v roce 2009. Tyto dva nárůsty byly způsobeny nákupem pozemků a skladových hal. Mnohem větší měrou jsou však v aktivech zastoupena oběžná aktiva. Jejich hodnota postupem času klesla z původních 84 % v roce 2006 na současných 67 %. Nejvyšší je z oběžných aktiv položka krátkodobých pohledávek a zboží, což je logické vzhledem k činnosti podniku. Jak již bylo zmíněno, podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech neustále roste a v roce 2009 dosáhl téměř 67 %. Výsledek hospodaření minulých let je nejvíce zastoupen ve vlastním kapitálu. Podíl cizích zdrojů neustále klesá a v roce 2009 byl pouze 26 % z celkových pasiv. Důvodem tohoto poklesu je jednak postupné snižování velikosti krátkodobých závazků a také splácení bankovního úvěru a nepřijímání nových půjček.

4.2.1 Poměrová analýza

Po zhodnocení vývoje a struktury bilance došlo k výpočtu jednotlivých poměrových ukazatelů. První skupinou jsou ukazatele zadluženosti, které byly vypočteny podle vzorců (2.4.1.) až (2.4.7.) a jejichž smyslem je poukázat na poměr mezi vlastním a cizím kapitálem.

Tabulka 4.2.1 Ukazatele zadluženosti

	2005	2006	2007	2008	2009
podíl vlastního kapitálu	38,50%	49,99%	50,48%	53,19%	66,83%
stupeň krytí stálých aktiv	373,80%	519,06%	328,45%	289,72%	232,24%
finanční páka	2,60	2,00	1,98	1,88	1,50
ukazatel celkové zadluženosti	60,85%	47,16%	46,31%	37,96%	26,09%
zadluženost vlastního kapitálu	158,06%	94,34%	91,74%	71,36%	39,04%
úrokové krytí	0,00	0,00	633,78	69,11	161,45
úrokové zatížení	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatelem podíl vlastního kapitálu je udáváno, z kolika procent jsou aktiva kryta vlastními zdroji. Zde je patrný dlouhodobý rostoucí trend, který lze považovat za příznivý. Avšak hodnota téměř 67 % vlastního kapitálu může signalizovat jisté překapitalizování podniku a tedy nedostatečné využívání cizích zdrojů. Ukazatel stupeň krytí stálých aktiv by

měl být vyšší než 100 %. Jeho hodnota je ve všech sledovaných letech výrazně vyšší, proto lze podle tohoto kritéria posuzovat finanční situaci podniku jako velmi dobrou. Finanční pákou je vyjádřeno, kolik korun aktiv připadá na jednu korunu vlastního kapitálu. Klesající tendence ukazatele je způsobena rostoucí hodnotou vlastního kapitálu. Ukazatelem celkové zadluženosti je vyjádřen podíl celkových dluhů na kapitálu společnosti. Klesající tendence svědčí o trvalém poklesu cizích zdrojů. Jelikož je hodnota ukazatele v roce 2009 pouze 26 %, podnik by ke svému financování mohl využít více cizích zdrojů. Ukazatelem zadluženosti vlastního kapitálu je vyjádřeno, kolik korun cizího kapitálu připadá na jednu korunu kapitálu vlastního. Hodnota 39 % v roce 2009 je velmi nízká a opět vede k závěru, že podnik by měl ke svému financování využít více cizích zdrojů. Pro ověření tohoto tvrzení bude v Tabulce 4.2.2 vyčíslen ukazatel ziskový účinek finanční páky. Ukazatele úrokové krytí a úrokové zatížení vycházejí v prvních dvou letech nula, jelikož podnik neměl žádné nákladové úroky. Hodnota ukazatele úrokového krytí je pak velmi vysoká, tedy placené úroky jsou ziskem kryty bez problémů. Ukazatel úrokové zatížení je obrácenou hodnotou ukazatele úrokové krytí.

Tabulka 4.2.2 Hodnota ukazatele ziskový účinek finanční páky

	2005	2006	2007	2008	2009
ZÚFP	2,84	2,08	1,93	1,83	1,45

Zdroj: vlastní zpracování

Jelikož je hodnota ukazatele ve všech sledovaných obdobích vyšší než jedna, je potvrzeno, že růst zadluženosti by při stejné úrokové sazbě vedl k růstu rentability.

Další skupinou ukazatelů jsou ukazatele likvidity, které byly spočítány podle vzorců (2.4.8.) až (2.4.11.).

Tabulka 4.2.3 Ukazatele likvidity

	2005	2006	2007	2008	2009
běžná likvidita	1,67	2,31	2,74	3,19	3,94
pohotová likvidita	1,07	1,77	1,92	2,19	2,66
okamžitá likvidita	0,22	0,70	0,41	0,16	0,63
ČPK	23150	35806	41762	43450	49471

Zdroj: vlastní zpracování

Z hlediska schopnosti dostát svým závazkům můžeme společnost PeMaP charakterizovat jako bezproblémovou. Hodnoty ukazatelů likvidity se dlouhodobě pohybují v doporučených intervalech. V letech 2007 až 2009 se všechny ukazatele pohybují dokonce nad horní hranicí doporučeného intervalu s výjimkou ukazatele okamžité likvidity pro rok

2008. Čistý pracovní kapitál je jediným rozdílovým ukazatelem uvedeným v této kapitole. Vyjadřuje tu část oběžného majetku, která je kryta dlouhodobými zdroji. Jeho rostoucí tendence jsou považovány za příznivé.

Třetí skupinou poměrových ukazatelů finanční analýzy jsou ukazatele rentability, které byly vypočteny podle vzorců (2.4.12.) až (2.4.15.).

Tabulka 4.2.4 Ukazatele rentability

	2005	2006	2007	2008	2009
ROA	13,56%	18,32%	17,12%	19,59%	16,57%
ROCE	27,70%	30,24%	24,97%	29,04%	21,86%
ROE	27,38%	28,74%	24,70%	27,62%	19,08%
ROS	4,33%	5,88%	5,41%	6,20%	6,50%

Zdroj: vlastní zpracování

Vývojové tendence ukazatelů ROA, ROCE a ROE jsou obdobné. Hodnota ukazatele rentability aktiv se pohybuje mezi 14 % a 20 %. Pokles ukazatele rentability dlouhodobých zdrojů v roce 2009 je způsoben výrazným nárůstem vlastního kapitálu. Rovněž i hodnota ukazatele ROE v posledním sledovaném roce značně klesla. Důvod je stejný jako u předešlého ukazatele. Ukazatel rentability tržeb je možno použít k mezipodnikovému srovnání. Jeho rostoucí tendence v letech 2007 až 2009 se liší od vývoje ostatních ukazatelů, které v roce 2009 klesly. Příčinou rostoucí hodnoty ukazatele je mírný růst čistého zisku a zároveň pokles tržeb v posledním sledovaném roce.

Poslední skupinou při poměrové analýze jsou ukazatele aktivity. Tyto ukazatele byly spočítány podle vzorců (2.4.16.) až (2.4.19.). Výsledné hodnoty nalezneme v následující tabulce.

Tabulka 4.2.5 Ukazatele aktivity

	2005	2006	2007	2008	2009
obrat aktiv	2,43	2,45	2,30	2,37	1,96
doba obratu aktiv	148 dnů	147 dnů	156 dnů	152 dnů	184 dnů
doba obratu závazků	75 dnů	54 dnů	44 dnů	36 dnů	31 dnů
doba obratu pohledávek	63 dnů	57 dnů	67 dnů	73 dnů	64 dnů

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatelem obratu aktiv je v podnicích měřena efektivnost. Jeho hodnota však dlouhodobě spíše stagnuje a v roce 2009 dokonce poměrně výrazně klesá. Tento pokles je způsoben poklesem tržeb a růstem hodnoty celkových aktiv. Z těchto výsledků je možno usuzovat, že podnik svá aktiva nevyužívá příliš efektivně. Ukazatelem doby obratu aktiv je rovněž potvrzováno nedostatečné využívání aktiv. Jeho hodnota by měla být nižší a tendence

klesající. Ukazatel doby obratu závazků se vyvíjí kladně a svědčí o zlepšující se platební morálce společnosti PeMaP s.r.o. Jeho hodnota klesla ze 75 dnů na současných 31 dnů. Hodnota ukazatele doby obratu pohledávek není příznivá. Splatnost pohledávek se pohybuje nad 60 dní, což při průměrné třicetidenní době splatnosti faktur představuje vysokou hodnotu. Společnost by měla razantně změnit inkasní politiku a donutit zákazníky platit dříve vystavené faktury. Doba obratu pohledávek je větší než doba obratu závazků, což svědčí o nutnosti platit závazky z jiných zdrojů, než jsou tržby inkasované za prodej zboží.

4.2.2 Pyramidový rozklad

Pyramidovému rozkladu bude podrobena absolutní odchylka ukazatele rentability vlastního kapitálu. V prvním stupni rozkladu byl ukazatel ROE rozložen na tři dílčí ukazatele viz vzorec (2.4.21.) Při vyčíslení vlivu jednotlivých ukazatelů na změnu vrcholového ukazatele byla použita logaritmická metoda. Výpočty jsou provedeny podle vzorců (2.4.27.) až (2.4.31.).

Tabulka 4.2.6 Rozklad ukazatele ROE

2008		2009			
ROE=0,276226		ROE=0,190781			
$\Delta y_x = - 0,08545$					
$\ln I_x = - 0,3700932$					
EAT/T=a ₁		T/A=a ₂		A/VK=a ₃	
2008	2009	2008	2009	2008	2009
0,0620455	0,065029314	2,368188	1,960558	1,879918	1,496396
$\ln Ia_1 = 0,046970303$		$\ln Ia_2 = - 0,188896$		$\ln Ia_3 = - 0,228169$	
$\Delta x_{a1} = 0,010844283$		$\Delta x_{a2} = - 0,0436112$		$\Delta x_{a3} = - 0,0526783$	
$\Delta y_x = - 0,08545$					

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel rentability vlastního kapitálu se mezi lety 2008 a 2009 změnil o -8,54 %. Na této změně se ukazatel rentability tržeb podílí 1,08 %. U jako jediného ukazatele byl rentabilitou tržeb vykázán růst. Hodnota ostatní dílčích ukazatelů poklesla. Ukazatel obrat aktiv má na vrcholový ukazatel negativní vliv -4,36 %. Rovněž negativní vliv má i ukazatel finanční páka, který se podílí -5,26 %. Součet dílčích vlivů dá změnu vrcholového ukazatele, což potvrzuje, že rentabilita vlastního kapitálu poklesla o - 8,54 %.

V druhém stupni rozkladu byl ukazatel ROE rozložen na pět vysvětlujících ukazatelů dle vzorce (2.4.22.).

Tabulka 4.2.7 Rozklad ukazatele ROE

2008	2009
ROE=0,276226	ROE=0,190781
$\Delta y_x = -0,08545$	
$\ln I_x = -0,3700932$	

EAT/EBT=a ₁		EBT/EBIT=a ₂		EBIT/T=a ₃		T/A=a ₄		A/VK=a ₅	
2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
0,7716	0,7930	0,9722	0,9702	0,0827	0,0845	2,3682	1,9606	1,8799	1,4964
ln Ia ₁ = 0,0273		ln Ia ₂ = - 0,002		ln Ia ₃ = 0,0217		ln Ia ₄ = - 0,1889		ln Ia ₅ = - 0,2282	
Δx _{a1} =0,0063		Δx _{a2} = - 0,0005		Δx _{a3} = 0,005		Δx _{a4} = - 0,0436		Δx _{a5} = -0,0527	
Δy _x = - 0,0855									
Δy _x = - 0,08545									

Zdroj: vlastní zpracování

Daňová redukce zisku se podílí na výsledku z 0,63 %. Úroková redukce zisku se na ukazateli ROE podílí pouze z - 0,05 %, jelikož nákladové úroky společnosti jsou velmi malé. Provozní rentabilita tržeb ovlivňuje ukazatel ROE z 0,5 %. Nejvýznamněji je ukazatel ROE ovlivňován posledními dvěma vysvětlujícími ukazateli, a to o -4,36 % resp. -5,27 %. Výsledná odchylka, která se spočítá podle vzorce (2.4.30.) se liší od odchylky ROE v důsledku zaokrouhlování o 0,00005.

4.2.3 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

Pro doplnění finanční analýzy bude uveden ještě jeden ukazatel, a to zástupce skupiny tzv. souhrnných modelů hodnocení finanční úrovně, Altmanův model. Pomocí vzorce (2.4.31.) bude vypočteno Z-score, jehož hodnota je poté porovnána s kritickými hodnotami 1,1 a 2,6. Z níže uvedené Tabulky 4.2.7 je patrné, že ve všech sledovaných letech byla hodnota ukazatele vykazována nad kritickou hodnotou 2,6. Z toho můžeme usuzovat, že finanční situace podniku je dobrá. A pravděpodobnost bankrotu společnosti je minimální.

Tabulka 4.2.8 Ukazatel Z-score

	2005	2006	2007	2008	2009
Z score	4,43	5,30	4,71	4,86	5,14

Zdroj: vlastní zpracování

4.2.4 SWOT analýza

Nyní budou výsledky strategické a finanční analýzy shrnuty v tzv. **SWOT analýze**. Mezi *silné stránky* společnosti patří:

- příznivé hodnoty ukazatelů likvidity, rentability a zadluženosti,
- hodnota Altmanova Z-score výrazně nad kritickou hodnotu,
- dlouhodobě vykazovaný kladný zisk,
- stabilní tržní podíl ve výši dvou procent,
- široká síť zákazníků, se kterými firma buduje dlouhodobé vztahy,
- dvacetiletá historie, která svědčí o stabilitě společnosti.

K slabým stránkám společnosti můžeme zařadit poměrně malou reklamní aktivitu. Společnost by mohla více peněz investovat ke svému zviditelnění. V současnosti je slabou stránkou i horší zázemí pobočky ve Sterém městě u Frýdku – Místku. Skladovací haly jsou malé. I proto budou v horizontu dvou až tří let nahrazeny novými prostory.

Příležitosti se vztahují k trhu, na kterém společnost působí. Mezi příležitostmi je možno zařadit rostoucí trh. Ten s sebou přináší pro společnost možnost zvýšení zisku i bez nutnosti vytěsňování konkurence. Další významnou příležitostí je možnost expandovat na zahraniční trhy.

Za určitou *hrozbu* lze považovat neexistenci bariér vstupu do odvětví a z toho plynoucí možné zostřování konkurence.

4.3 Finanční plán a související úpravy

Sestavení finančního plánu musí předcházet ještě rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná a analýza generátoru hodnoty.

Prvním krokem před sestavením finančního plánu je **rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná**. Toto členění se provede pro rok 2009. Hodnota neprovozních aktiv bude přičtena k výslednému ocenění. Pro aktiva potřebná bude sestaven finanční plán. Mezi aktiva provozně nepotřebná můžeme u společnosti PeMaP s.r.o. zařadit dva pozemky. První se nachází v centru Přerova. Tento pozemek byl zakoupen se záměrem vybudovat na něm novou skladovací halu a administrativní zázemí. V roce 2002 se však naskytla výhodnější příležitost koupit areál včetně budov a ty zrekonstruovat. Tím pádem pozemek v Přerově není využíván k hlavní podnikatelské činnosti a je spíše investiční příležitostí. Druhým pozemkem, který rovněž není využíván, je pozemek v Hodoňovicích. Tržní cena těchto pozemků byla vyčíslena na 4 200 000 Kč. Jedná se o cenu obvyklou v místě, kde se tyto pozemky nacházejí.

Dalším neprovozním aktivem jsou dlouhodobé cenné papíry. Jedná se o akcie významné zahraniční developerské firmy, které byly nakoupeny jednatelem společnosti jako výhodná investiční příležitost. Tržní hodnota těchto akcií je 10 481 000 Kč. Tyto akcie nepřinášejí vlastníkům žádnou dividendu.

V neposlední řadě můžeme mezi neprovozní aktiva zařadit i část peněz v bance. Za provozně dostatečnou velikost běžného účtu pro rok 2009 považujeme částku 5 000 000 Kč. Částka přesahující tuto hodnotu je tedy rovněž provozně nepotřebná. Jedná se o 5 480 000 Kč. Celkově je tedy hodnota neprovozních aktiv vyčíslena na 20 161 000 Kč.

Nyní se budeme zabývat korigovaným provozním výsledkem hospodaření a jeho vývojem v minulosti. Korigovaný provozní výsledek hospodaření vychází z provozního výsledku hospodaření, od kterého jsou odečteny tržby z prodeje dlouhodobého majetku a zůstatková cena tohoto majetku. Dále jsou pak odečteny ostatní finanční náklady, jelikož se jednalo o náklady spojené s hlavní činností podniku. Tento upravený výsledek hospodaření je vlastně generován provozně nutnými aktivy.

Tabulka 4.3.1 Vývoj korigovaného provozního výsledku hospodaření

	2005	2006	2007	2008	2009
KPVH před daní	7 914 000	12 460 000	12 697 000	14 102 000	13 604 000

Zdroj: vlastní zpracování

Korigovaný výsledek hospodaření za minulá období bude výchozím bodem pro výpočet ziskové marže v minulosti. Její hodnota se zjišťuje proto, aby oceňovatel získal základní představu o vývoji marže v následujících letech.

Posledním krokem před sestavením samotného finančního plánu je **analýza generátoru hodnoty**. Mezi základní generátory řadíme tržby, ziskovou marži, pracovní kapitál a investice do provozně nutného kapitálu. Prognóza tržeb je převzata ze strategické analýzy, viz Tabulka 4.1.15.

Tabulka 4.3.2 Prognóza tržeb pro roky 2010-2013 (v tis.Kč)

	2010	2011	2012	2013
tržby PeMaP s.r.o.	199 584	203 265	207 709	212 868

Zdroj: vlastní zpracování

Dalším generátorem hodnoty je provozní zisková marže. Nejčastější způsob její projekce je tzv. projekce shora. Tato metoda spočívá v zjištění korigovaného provozního zisku před daní a tržeb v minulosti. Z těchto dvou hodnot je pak zisková marže vyčíslena. Hodnota ziskové marže v minulosti je výchozím bodem pro odhad marže v budoucnu.

Tabulka 4.3.3 Vývoj ziskové marže v minulosti

	2005	2006	2007	2008	2009
tržby (v tis.Kč)	167 897	182 255	196 241	198 016	192 913
KPVH před daní (v tis.Kč)	7 914	12 460	12 697	14 102	13 604
zisková marže	4,71%	6,84%	6,47%	7,12%	7,05%

Zdroj: vlastní zpracování

Zisková marže se v posledních dvou let pohybovala okolo hodnoty 7 % a dlouhodobě vykazovala rostoucí trend, který však neměl konstantní charakter. Vzhledem k příznivým budoucím očekáváním předpokládáme, že zisková marže poroste zhruba o 0,2 p.b. ročně.

Pro rok 2010 bude výchozí hodnota 7 %. Z odhadnutých tržeb společnosti lze tedy pomocí ziskové marže naprojektovat vývoj korigovaného výsledku hospodaření před daní.

Tabulka 4.3.4 Vývoj ziskové marže a KPVH v letech 2010-2013

	2010	2011	2012	2013
tržby PeMaP s.r.o.	199 584	203 265	207 709	212 868
zisková marže	7,0%	7,2%	7,4%	7,6%
KPVH před daní	13 971	14 635	15 376	16 178

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní přistoupíme k analýze pracovního kapitálu. Oproti klasickému přístupu spočívá základní modifikace v tom, že pracovní kapitál je prognózován pouze v rozsahu provozně nutném. Další modifikace spočívá v tom, že od oběžných aktiv nejsou odečítány cizí zdroje, ale pouze neúročený cizí kapitál. Krátkodobý finanční majetek zahrnuje peníze a běžný účet. V minulosti byly tyto prostředky ve firmě drženy ve zbytečně velkých objemech. Proto došlo ke značné redukci. Vzhledem k rostoucímu objemu tržeb však budou i peníze a běžný účet každoročně růst. Položky krátkodobých pohledávek, zboží a krátkodobých závazků byly plánovány metodou procentního podílu na tržbách. Krátkodobé pohledávky jsou v objemu 19 % z tržeb. Zboží je ve velikosti 11 % z tržeb a krátkodobé závazky jsou ve velikosti 8 % tržeb. Položka časového rozlišení nebude plánována pro aktiva ani pasiva.

Tabulka 4.3.5 Prognóza vývoje pracovního kapitálu (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013
Peníze	200	250	300	350
Běžný účet	3 000	3 500	4 000	4 500
Kr. pohledávky	37 921	38 620	39 480	40 445
Zboží	21 954	22 359	22 857	23 415
Kr. závazky	15 967	16 261	16 623	17 029
Pracovní kapitál	47 108	48 468	50 014	51 681

Zdroj: vlastní zpracování

Posledním generátorem hodnoty jsou investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Společnost plánuje větší investici pouze v roce 2010, kdy bude zakoupen pozemek pro výstavbu nových skladovacích prostor. V následujících letech už se bude jednat pouze o drobné investice do jednoho miliónu korun. Odpisy se týkají majetku, který společnost pořídila v minulých letech, i majetku nově pořízeného.

Tabulka 4.3.6 Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku

	2010	2011	2012	2013
DNM	175	200	180	195
Investice netto	3 000	1 000	1 000	1 000
Odpisy	1 996	1 626	1 247	851
Investice brutto	4 996	2 626	2 247	1 851
DHM	23 161	24 161	25 161	26 161

DM	23 336	24 361	25 341	26 356
-----------	---------------	---------------	---------------	---------------

Zdroj: vlastní zpracování

Před sestavením komplexního finančního plánu bude ještě sestaven plán financování. Firma v minulém roce splatila pěti milionový úvěr, který jí byl poskytnut Českomoravskou záruční a rozvojovou bankou, za velmi výhodných podmínek. O přijetí nového úvěru neuvažuje, vzhledem k dostatečné výši vlastního kapitálu. Rovněž firma doplatila také leasingové splátky na dva kamiony a o nákupu nových vozů na leasing rovněž neuvažuje. Vzhledem k možnosti výhodně odepisovat automobily v době krize byla nová dodávková vozidla nakupována za hotové.

Nyní bude přistoupeno k sestavení komplexního finančního plánu na období let 2010 až 2013. Finanční plán bude sestaven na základě rozvinutí analýzy generátoru hodnoty. Jako první bude sestaven výkaz zisku a ztráty.

Tabulka 4.3.7 Plánovaný výkaz zisku a ztráty pro období let 2010- 2013 (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013
tržby	199 583	203 265	207 790	212 868
náklady na zboží	149 687	152 449	155 843	159 651
obchodní marže	49 896	50 816	51 948	53 217
výkonová spotřeba	19 958	20 327	20 779	21 287
přidaná hodnota	29 937	30 490	31 169	31 930
osobní náklady	13 971	14 229	14 545	14 901
odpisy	1 996	1 626	1 247	851
KPVH	13 971	14 635	15 376	16 178
zisková marže	0,070	0,072	0,074	0,076
daň	2 654	2 781	2 922	3 074
čistý zisk	11 317	11 854	12 455	13 104

Zdroj: vlastní zpracování

Jako další účetní výkaz byla sestavena plánová rozvaha. Majetek je zde plánován pouze v objemu provozně nutném.

Tabulka 4.3.8 Plánová rozvaha pro roky 2010-2013

	2010	2011	2012	2013
Aktiva celkem	86 411	89 091	91 978	95 066
DNM	175	200	180	195
DHM	23 161	24 161	25 161	26 161
DM	23 336	24 361	25 341	26 356
OA	63 075	64 730	66 637	68 710
peníze	200	250	300	350
běžný účet	3 000	3 500	4 000	4 500
zásoby	21 954	22 359	22 857	23 415
pohledávky	37 921	38 620	39 480	40 445
Pasiva celkem	86 411	89 091	91 978	95 066

VK	64 808	66 818	68 984	71 300
ZK	2 136	2 136	2 136	2 136
kapitálové fondy	-5 421	-5 421	-5 421	-5 421
neroz. VH.min let	56 777	58 248	59 814	61 481
VH běžného roku	11 316	11 854	12 455	13 104
cizí zdroje	21 603	22 273	22 995	23 767
rezervy	5 636	6 011	6 371	6 737
kr.závazky	15 967	16 261	16 623	17 029

Zdroj: vlastní zpracování

Posledním výkazem, který je plánován je výkaz peněžních toků. Tento výkaz je uveden v následující tabulce.

Tabulka 4.3.9 Plánovaný výkaz peněžních toků

	2010	2011	2012	2013
PSPP	5 671	3 200	3 750	4 300
KPVH	13 971	14 635	15 376	16 178
daň	2 654	2 781	2 922	3 074
KPVH po dani	11 316	11 854	12 455	13 104
odpisy	1 996	1 626	1 247	851
změna stavu pohledávek	-3 885	-700	-860	-965
změna stavu zásob	-359	-405	-498	-559
změna stavu závazku	-864	295	362	406
CF z provozní činnosti	8 204	12 670	12 706	12 838
investiční činnost	-4 996	-2 626	-2 247	-1 851
CF z provozní a investiční č.	3 208	10 044	10 459	10 987
CF z finanční činnosti	-5 679	-9 494	-9 909	-10 437
CF celkem	-2 471	550	550	550
KSP	3 200	3 750	4 300	4 850

Zdroj: vlastní zpracování

Výnosové metody ocenění vycházejí právě z údajů uvedených v plánovaných letech. Proto je sestavení finančního plánu jedním z klíčových momentů ocenění.

4.4 Stanovení hodnoty podniku metodou DCF

Abychom byli schopni vypočítat hodnotu podniku metodou diskontovaných peněžních toků, musíme nejprve určit volné peněžní toky (FCFF) a dále pak stanovit náklady kapitálu, kterými budou tyto peněžní toky diskontovány.

Při výpočtu volných peněžních toků bude postupováno podle vzorce (2.6.1.). Společnost PeMaP je společností nezadluženou, tudíž $FCFF=FCFE_U$. Jednotlivé položky nutné pro výpočet byly převzaty z plánu generátoru hodnoty, viz Tabulka 4.3.5 a 4.3.6 a plánovaného výkazu zisku a ztráty, viz Tabulka 4.3.7.

Tabulka 4.4.1 Výpočet volných peněžních toků.

	2010	2011	2012	2013
EAT	11 316	11 855	12 455	13 104
odpisy	1 996	1 626	1 247	851
investice	3 000	1 000	1 000	1 000
$\Delta\text{ČPK}$	-5 108	-810	-996	-1 117
FCFF	15 420	13 291	13 698	14 072

Zdroj: vlastní zpracování

Jakmile jsou známy volné peněžní toky, je nutné vyčíslit náklady kapitálu. K tomuto účelu bude použit stavebnicový model, který je charakterizován vzorcem (2.6.5.).

Jako bezriziková výnosová míra je brána úroková míra u státních dluhopisů. Následuje vyčíslení jednotlivých rizikových přírážek podle vzorců (2.6.7.) až (2.6.12.). Riziková přírážka $R_{\text{podnikatelské}}$ závisí na ukazateli $EBIT/A$, který je porovnáván s ukazatelem XI vypočítaným dle vzorce (2.6.7.). Jelikož je hodnota ukazatele $EBIT/A$ vyšší než ukazatel XI , riziková přírážka $R_{\text{podnikatelské}}$ se rovná nule. Další rizikovou přírážkou je riziková přírážka vztahující se k finanční stabilitě. Při jejím výpočtu je hodnota ukazatele $L3$ vyčíslena pomocí vzorce (2.6.10) porovnávána s hodnotami $XI1$ a $XI2$, kterými jsou představovány mezní hodnoty likvidity. Jelikož je hodnota ukazatele ve všech sledovaných obdobích vyšší, než hodnota $XI2$, riziková přírážka se rovná nule. Poslední riziková přírážka je závislá na velikosti ukazatele úplatné zdroje, který vyčíslíme dle vzorce (2.6.8.). Jeho hodnota musí být stanovena v mld. Kč. Jelikož jsou úplatné zdroje menší než 0,1 mld. Kč, je velikost rizikové přírážky 5%. Velikost celkových nákladů kapitálu nezádlužené firmy spočítáme podle vzorce (2.6.5.).

Tabulka 4.4.2 Výpočet nákladu kapitálu pomocí stavebnicového modelu

	2010	2011	2012	2013
R_F	3,75%	5,33%	3,50%	3,25%
$R_{\text{podnikatelské}}$	0%	0%	0%	0%
$EBIT/A$	0,162	0,164	0,167	0,170
XI	0	0	0	0
R_{finstab}	0%	0%	0%	0%
$L3$	3,95	3,98	4,01	4,03
$XI1$	1,5	1,5	1,5	1,5
$XI2$	2,5	2,5	2,5	2,5
R_{LA}	5%	5%	5%	5%
$\dot{U}Z$ (v mld.Kč)	0,065	0,067	0,069	0,071
$WACC_U$	8,75%	10,33%	8,50%	8,25%

Zdroj: vlastní zpracování

Jelikož jsou již známy volné peněžní toky i náklady kapitálu, může být přistoupeno k samotnému ocenění. Společnost bude oceňována jako celek. Zjišťovaná bude tedy hodnota

DCF entity. Nejprve bude provedeno ocenění na bázi perpetuity dle vzorce (2.6.13.). K výsledné hodnotě je zapotřebí přičíst velikost neprovozních aktiv.

Tabulka 4.4.3 Hodnota společnosti na bázi perpetuity (v tis. Kč)

	2010
FCFF	15 420
WACC	8,75%
V	176 228
Hodnota neprovozních aktiv	20 161
Celková hodnota podniku	196 390

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota společnosti na bázi perpetuity vyšla 196 390 000 Kč. Tato metoda bývá používána, pokud jsou budoucí peněžní toky špatně predikovatelné.

Nyní bude použita dvoufázová metoda ocenění. Délka první fáze je stanovena na tři roky, tedy mezi lety 2010 a 2012. Druhá fáze začíná rokem 2013 a trvá do nekonečna. Jelikož je první fáze v krátkodobém horizontu, je poměrně spolehlivě plánovatelná. Hodnotu podniku v první fázi je vyčíslena dle vzorce (2.6.16.). Hodnota podniku v druhé fázi byla vypočítána pomocí tzv. pokračující hodnoty, kterou spočítáme dle vzorce (2.6.17.). Tuto hodnotu pak diskontujeme průměrnými náklady kapitálu v první fázi. Výsledná hodnota podniku je vyčíslena dle vzorce (2.6.18.). Jelikož byla před oceněním vyčleněna neprovozní aktiva, je zapotřebí jejich hodnotu přičíst k výsledné hodnotě podniku.

Tabulka 4.4.4 Ocenění společnosti dvoufázovou metodou DCF

		1. fáze			2. fáze
		2010	2011	2012	2013
FCFF		15 420	13 291	13 698	14 072
WACC		8,75%	10,33%	8,50%	8,25%
Diskontované FCFF		14 179	10 919	10 724	131 024
Hodnota celkem	166 846				
Hodnota neprovozních aktiv	20 161				
Hodnota podniku	187 007				

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota společnosti dvoufázovou metodou diskontovaných peněžních toků byla vyčíslena na 187 007 000 Kč. Jelikož se jedná o společnost, která ke svému financování nevyužívá bankovní úvěr ani o přijetí úvěru v budoucnu neuvažuje, hodnota společnosti metodou DCF-equity (na bázi vlastního kapitálu) by vyšla stejně jako výše uvedenou metodou DCF-entity.

4.5 Stanovení hodnoty podniku metodou EVA

Abychom mohli vyčíslit hodnotu podniku metodou EVA, je zapotřebí stanovit zisk z operační činnosti podniku po zdanění. Pro tento účel bude použit provozní výsledek hospodaření z plánovaného výkazu zisku a ztráty, viz Tabulka 4.3.7, jelikož plánované výkazy se týkaly výhradně hlavní činnosti podniku. Tento výsledek hospodaření bude zdaněn devatenácti procentní sazbou daně.

Tabulka 4.5.1 Výpočet čistého operativního zisku (NOPAT)

	2010	2011	2012	2013
KPVH	13 971	14 635	15 376	16 178
Daň (19%)	2 655	2 781	2 921	3 074
NOPAT	11 316	11 854	12 455	13 104

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní je zapotřebí upravit aktiva, tak aby korespondovala s požadavky na NOA, tedy čistá operační aktiva. Jelikož je při jejich vyčíslování vycházeno z plánované rozvahy, jsou brána v úvahu pouze ta aktiva, která jsou využívána k hlavní činnosti podniku. Jejich výši je však nutné ještě snížit o neúročený cizí kapitál. Další případná úprava by spočívala v přičtení goodwill, který však v rozvaze společnosti PeMaP není vykazován, nebo ve zohlednění leasingu, ten však společností také není využíván. Hodnota čistých operativních aktiv v roce 2009 byla 61 405 tis. Kč.

Tabulka 4.5.2 Úprava aktiv na čistá operativní aktiva

	2010	2011	2012	2013
aktiva	86 411	89 091	91 978	95 066
neúročený CK	15 967	16 261	16 623	17 029
NOA	70 444	72 830	75 355	78 037

Zdroj: vlastní zpracování

Jelikož již známe hodnotu NOA i NOPAT, může být přistoupeno k vyčíslení ukazatele EVA dle vzorce (2.6.20). Pro výpočet bude použito stejných nákladů kapitálu jako u metody DCF.

Tabulka 4.5.3 Výpočet ukazatele EVA

	2010	2011	2012	2013
NOPAT	11 317	11 854	12 455	13 104
WACC	8,75%	10,33%	8,50%	8,25%
NOA	70 444	72 830	75 355	78 037
EVA	5 944	4 577	6 264	6 887

Zdroj: vlastní zpracování

Nyní bude přistoupeno k vyčíslení hodnoty podniku metodou EVA-entity. Abychom byli schopni tuto hodnotu stanovit, musíme znát hodnotu neprovozních aktiv k datu ocenění, hodnotu NOA k datu ocenění, ukazatele EVA a náklady kapitálu. Výpočet bude proveden dle vzorce (2.6.21.). Hodnotu čistých operačních aktiv k datu ocenění získáme tak, že od celkové hodnoty aktiv k datu ocenění odečteme neoperativní aktiva a neúročený cizí kapitál, tedy krátkodobé závazky.

Tabulka 4.5.4 Hodnota podniku na bázi ukazatele EVA

	2009	2010	2011	2012	2013
EVA		5 944	4 577	6 264	6 887
WACC		8,75%	10,33%	8,50%	8,25%
EVA diskontovaná		5 466	3 760	4 904	65 810
NOA ₀	61 405				
Hodnota neprovozních aktiv	20 161				
Hodnota společnosti	161 506				

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota společnosti vyčíslená metodou EVA-entity vyšla 161 506 000 Kč. Oproti hodnotě vyčíslené metodou DCF je tedy hodnota podniku nižší o 25 501 000 Kč. Výslednou hodnotu podniku můžeme porovnat s účetní hodnotou podniku, tedy s částkou aktiv k 31.12.2009. K tomuto dni byla hodnota aktiv 98 397 000 Kč viz Příloha č. 4. Hodnota podniku vyčíslená metodou EVA je o 63 109 000 Kč vyšší, než hodnota aktiv. Hodnota podniku zjištěná metodou DCF je vyšší o 88 610 000 Kč. Z tohoto srovnání je jasné patrné, že podnik vytváří tržní hodnotu. Výsledné hodnoty dosažené metodou DCF a metodou EVA by byly totožné v případě, že v obou metodách by byly použity stejné náklady kapitálu, provozně nutný kapitál u metody DCF by byl shodný s NOA a byl by použit stejný zisk. V našem případě je rozdílný výsledek způsoben tím, že provozně nutná aktiva se odlišují od NOA. Rozdíl je ve výši krátkodobých závazků, které byly při vyčíslování NOA odčítány. Důvodem byla snaha o větší ekonomickou přesnost a odstranění problémů při stanovování nákladu na tento kapitál.

5 Analýza citlivosti na vybrané parametry a zhodnocení výsledků

V předposlední kapitole bude provedena analýza citlivosti na zvolené parametry a dále pak budou zhodnoceny veškeré dosažené výsledky.

Nyní se zaměříme na analýzu citlivosti, jejímž smyslem je posoudit, co se stane s hodnotou podniku, změní-li se vstupní parametry. Nejprve bude provedena citlivostní analýza u metody diskontovaných peněžních toků. Vstupní parametry budou měněny o plus/mínus jedno, tři, pět a deset procent. Hodnota podniku včetně změny bude vyčíslena podle vzorce (2.7.1). Velikost odchylky je stanovena dle vzorce (2.7.2.)

Tabulka 5.1 Analýza citlivosti metody DCF na změny FCFF

Změna FCFF	Hodnota podniku včetně změny	Původní hodnota	Odchylka vyvolaná změnou FCFF
+10%	203 680	187 007	16 672
+5%	195 338	187 007	8 331
+3%	192 001	187 007	4 994
+1%	188 664	187 007	1 656
0%	187 007	187 007	0
-1%	185 328	187 007	-1 679
-3%	181 991	187 007	-5 016
-5%	178 654	187 007	-8 353
-10%	170 313	187 007	-16 694

Zdroj: vlastní zpracování

Z Tabulky 5.1 je zřejmé, že s růstem velikosti volných peněžních toků rostla i hodnota společnosti. Na druhou stranu v případě poklesu FCFF docházelo i k poklesu hodnoty společnosti. Na velikosti odchylky vidíme, že proporcionálně jsou změny přibližně stejné, ale liší se znaménkem.

Hodnota společnosti je ovlivňována nejen hodnotou ukazatele FCFF, ale také náklady kapitálu, kterými jsou peněžní toky diskontovány. Proto druhým faktorem, u kterého bude prováděná citlivostní analýza je hodnota WACC.

Tabulka 5.2 Analýza citlivosti metody DCF na změny WACC

Změna WACC	Hodnota podniku včetně změny	Původní hodnota	Odchylka vyvolaná změnou WACC
+10%	171 564	187 007	-15 443
+5%	178 911	187 007	-8 096
+3%	182 051	187 007	-4 956
+1%	185 315	187 007	-1 692
0%	187 007	187 007	0
-1%	188 711	187 007	1 704
-3%	192 248	187 007	5 241
-5%	195 935	187 007	8 928
-10%	205 871	187 007	18 864

Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedené tabulky vidíme, že s růstem nákladu kapitálu o 1 % došlo ke snížení hodnoty společnosti o 1 692 000 Kč. Čím více náklady kapitálu rostly, tím nižší byla hodnota společnosti. V případě růstu nákladu kapitálu o deset procent, by hodnota společnosti oproti původnímu ocenění poklesla o 15 443 000 Kč. Na druhou stranu v případě poklesu nákladu kapitálu, docházelo k růstu hodnoty společnosti. V extrémním případě, kdyby náklady kapitálu klesly o celých deset procent, by hodnota společnosti mohla vzrůst až na 205 871 000 Kč.

Uvažujeme-li o současné změně více faktorů, hovoříme o tzv. analýze scénářů. Nyní bude nasimulována současná změna obou faktorů působících na hodnotu společnosti. Výsledná hodnota je pak vyčíslena dle vzorce (2.7.3.).

Tabulka 5.3 Analýza scénářů

Změna WACC	Hodnota podniku včetně změny	Původní hodnota	Odchylka
WACC +1%, FCFF +1%	186 966	187 007	-41
WACC -1%, FCFF +1%	190 397	187 007	3 390
WACC -1%, FCFF -1%	187 026	187 007	19
WACC +1%, FCFF -1%	183 663	187 007	-3 344
WACC +3%, FCFF +3%	186 907	187 007	-100
WACC +3%, FCFF -3%	177 194	187 007	-9 813
WACC -3%, FCFF -3%	187 086	187 007	79
WACC -3%, FCFF +3%	197 411	187 007	10 404
WACC +5%, FCFF +5%	186 849	187 007	-158
WACC +5%, FCFF -5%	170 974	187 007	-16 033
WACC +5%, FCFF -3%	174 149	187 007	-12 858
WACC -5%, FCFF +5%	204 724	187 007	17 717

Zdroj: vlastní zpracování

Z Tabulky 5.3 je zřejmé, že při současném růstu volných peněžních toků i nákladu kapitálu ve stejné proporci dochází k poklesu hodnoty společnosti. Čím je růst obou faktorů vyšší, tím více se snižuje hodnota společnosti. Dochází-li k poklesu nákladu kapitálu a zároveň růstu peněžních toků, hodnota společnosti roste. Je-li změna nákladu kapitálu mínus jedno procento a změna peněžních toků plus jedno procento, hodnota společnosti vzrostla o 3 390 000 Kč. V případě poklesu nákladu kapitálu i peněžních toků ve stejné proporci dochází k růstu hodnoty podniku. Tento růst je však velmi nepatrný. Na jednoprocentní změnu připadá růst hodnoty společnosti o 19 000 Kč. V případě růstu nákladu kapitálu a poklesu hodnoty peněžních toků dochází k poklesu hodnoty společnosti. Čím je změna vyšší, tím je snížení hodnoty znatelnější.

Nyní bude provedena citlivostní analýza u hodnoty podniku vyčíslené metodou EVA. Zde se zaměříme na změnu všech tří základních faktorů, které výslednou hodnotu ovlivňují. Jedná se o změny NOPAT, WACC a NOA. Hodnota ukazatele včetně změny bude vyčíslena dle vzorce (2.7.1.)

Tabulka 5.4 Analýza citlivosti metody EVA na změny NOPAT

Změna NOPAT	Hodnota podniku včetně změny	Původní hodnota	Odchylka vyvolaná změnou NOPAT
+10%	177 020	161 506	15 514
+5%	169 264	161 506	7 758
+3%	166 162	161 506	4 656
+1%	163 063	161 506	1 557
0%	161 506	161 506	0
-1%	159 957	161 506	-1 549
-3%	156 855	161 506	-4 651
-5%	153 753	161 506	-7 753
-10%	145 997	161 506	-15 509

Zdroj: vlastní zpracování

S růstem čistého provozního zisku docházelo k růstu hodnoty společnosti vyčíslené metodou EVA. V případě poklesu faktoru NOPAT výsledná hodnota společnosti klesala. Při proporcionálně stejné kladné a záporné změně se hodnota společnosti změnila přibližně stejně, pouze s rozdílným znaménkem. Drobné odchylky jsou způsobeny zaokrouhlováním.

Tabulka 5.5 Analýza citlivosti metody EVA na změny WACC

Změna WACC	Hodnota podniku včetně změny	Původní hodnota	Odchylka vyvolaná změnou WACC
+10%	147 123	161 506	-14 383
+5%	153 971	161 506	-7 535
+3%	156 898	161 506	-4 608
+1%	159 941	161 506	-1 565
0%	161 506	161 506	0
-1%	163 108	161 506	1 602
-3%	166 406	161 506	4 900
-5%	169 844	161 506	8 338
-10%	179 109	161 506	17 603

Zdroj: vlastní zpracování

Při změnách nákladu kapitálu dochází k současné změně v čitateli i jmenovateli, což vidíme z vzorce (2.6.21.). Vzroste-li hodnota WACC, čítec vzorce se zmenší a jmenovatel naopak zvýší. Dělíme-li menší číslo větším, výsledek bude klesat. Za jinak neměnných okolností tedy s růstem WACC bude docházet k poklesu hodnoty společnosti. Naopak při poklesu nákladu kapitálu se hodnota čitatele ve vztahu bude zvyšovat a velikost jmenovatele snižovat. Dělíme-li větší číslo menším, tak za jinak neměnných okolností bude docházet k růstu hodnoty společnosti.

Posledním faktorem, který má vliv na hodnotu ukazatele EVA, je velikost čistých operačních aktiv (NOA). Jejich hodnota bude opět měněna v rozmezí od -10 % do + 10%. Změna NOA však povede k poměrně malým změnám hodnoty podniku, jelikož ve vzorci se násobí náklady kapitálu. Tím je jejich vliv podstatně snížen.

Tabulka 5.6 Analýza citlivosti metody EVA na změny NOA

Změna NOA	Hodnota podniku včetně změny	Původní hodnota	Odchylka vyvolaná změnou NOA
+10%	160 132	161 506	-1 374
+5%	160 820	161 506	-686
+3%	161 096	161 506	-410
+1%	161 371	161 506	-135
0%	161 506	161 506	0
-1%	161 646	161 506	140
-3%	161 922	161 506	416
-5%	162 197	161 506	691
-10%	162 885	161 506	1379

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota společnosti dvoufázovou metodou diskontovaných peněžních toků byla stanovena na 187 007 000 Kč. Dvoufázovou metodou EVA byla hodnota stanovena na 161 506 000 Kč. Výsledné hodnoty se tedy liší o 25 501 000 Kč. Hodnota společnosti je stanovena k 31.12.2009. K tomuto okamžiku byla hodnota aktiv 98 397 000 Kč a velikost tržeb se rovnala 192 913 000 Kč. Ve vztahu k těmto dvěma klíčovým ukazatelům je zřejmé, že hodnota společnosti je větší než hodnota aktiv a téměř dosahuje velikosti tržeb v roce ocenění.

Při citlivostní analýze byly u metody diskontovaných peněžních toků zvoleny jako hlavní parametry, jimiž je výsledná hodnota ovlivňována, volné peněžní toky a náklady kapitálu. Dosažené hodnoty jsou uvedeny v Tabulkách 5.1 a 5.2. Je patrné, že i malá změna v hodnotě volných peněžních toků vedla k poměrně značné změně výsledku ocenění. Například vzrostly peněžní toky o 1 %, výsledek ocenění vzrostl o 1 656 000 Kč. Dochází-li k růstu nákladů kapitálu hodnota společnosti klesá. Je zajímavé pozorovat, že změny jsou přibližně ve stejných proporcích, ale vyvíjejí se opačným směrem. Tedy s růstem volných peněžních toků hodnota společnosti roste a naopak s růstem nákladu kapitálu hodnota společnosti klesá. Volné peněžní toky se totiž nacházejí v čitateli vzorce, jejich růstem je tedy výsledná hodnota zlomku zvyšována. U nákladů kapitálu je tomu přesně naopak. Nacházejí se totiž ve jmenovateli, a proto zvýšení jejich hodnoty vede ke snížení hodnoty zlomku. V rámci analýzy scénářů byl zkoumán vliv současné změny obou faktorů na výslednou hodnotu ocenění. Nejpozitivněji by na hodnotu společnosti zapůsobil pokles

nákladů kapitálu společně s růstem volných peněžních toků. Například jednocentní růst FCFF se současným jednocentním poklesem WACC by vedl ke zvýšení hodnoty podniku o 3 390 000 Kč. S procentně většími změnami tohoto typu by hodnota společnosti vzrostla mnohem více. Naopak poklesem hodnoty volných peněžních toků a růstem nákladů kapitálu by byl zapříčiněn pokles hodnoty společnosti.

V rámci citlivostní analýzy u metody EVA byly jako hlavní faktory zvoleny náklady kapitálu, čistý provozní výsledek hospodaření a čistá operační aktiva. Odchylka se v rámci změny prvních dvou faktorů vyvíjí obdobně jako u metody diskontovaných peněžních toků. Vliv třetího faktoru, čistých operačních aktiv, je značně oslaben, jelikož je jeho hodnota při výpočtu násobena náklady kapitálu.

6 Závěr

Diplomová práce byla věnována problematice oceňování společnosti. Toto téma bylo zvoleno proto, že se jedná o jednu z nejkompexnějších oblastí finančního řízení podniku. Proces oceňování zahrnuje strategickou analýzu, finanční analýzu, SWOT analýzu i plánování. Toto jednotlivé kroky pak vedou k zjištění hodnoty společnosti danou metodou.

Cílem diplomové práce bylo stanovit tržní hodnotu společnosti PeMaP s.r.o. k datu 31.12.2009 metodu diskontovaných peněžních toků a metodu EVA. Zjištěné hodnoty byly porovnány a byla provedena citlivostní analýza na vybrané parametry – FCFF, WACC, NOPAT a NOA.

Práce byla rozčleněna do šesti kapitol, které byly chronologicky uspořádány tak, aby odpovídaly postupu oceňování. V první kapitole byl nastíněn význam tématu a struktura práce. Druhá kapitola byla věnována teoretickým východiskům, jejichž znalost je pro samotné ocenění nezbytná. V závěru druhé kapitoly byly popsány jednotlivé metody ocenění. Větší pozornost pak byla věnována metodám diskontovaných peněžních toků a metodě EVA. Tyto dvě metody byly totiž použity pro ocenění společnosti. Další část byla zaměřena na představení společnosti PeMaP s.r.o. Tato společnost byla pro ocenění vybrána obzvláště pro ochotu majitele poskytnout veškeré informace potřebné pro ocenění.

Ve čtvrté kapitole byly provedeny praktické výpočty, při kterých byla teorie uvedená ve druhé kapitole aplikována na společnost PeMaP s.r.o. Jednotlivými částmi čtvrté kapitoly byla strategická analýza, finanční analýza, finanční plán a také samotné ocenění zvolenými metodami. Ze strategické analýzy vyplynulo, že společnost působí na českém trhu s vínem. Došlo k vyčíslení trhu v konkrétních měrných jednotkách a byl stanoven dosavadní tržní podíl na úrovni 2 %. V další části strategické analýzy byla zkoumána konkurence a vnitřní potenciál podniku. Všechny zjištěné informace vedly k závěru, že i v budoucnu by si společnost měla být schopná udržet dvouprocentní tržní podíl, což ve spojení s předpokladem 2% růstu trhu vede k předpokládanému růstu tržeb zhruba o 2 %. Ve finanční analýze, jejímž cílem bylo zhodnotit finanční situaci podniku, bylo zjištěno, že v oblasti zadluženosti, likvidity a rentability společnost vykazuje výborné výsledky. Pouze by bylo za účelem zvýšení rentability možné zvýšit zadluženost. Toto tvrzení je podpořeno výslednou hodnotou ukazatele ziskový účinek finanční páky, jehož hodnota je větší než 1. Mírné problémy má společnost v oblasti aktivity, kde hodnota ukazatele doby obrátu pohledávek je poměrně

vysoká. Před samotným oceněním byl ještě sestaven finanční plán, který je nezbytný při oceňování výnosovými metodami.

Výsledná hodnota společnosti metodou byla stanovena nejprve metodou diskontovaných peněžních toků na bázi perpetuity. Pomocí tohoto výpočtu bylo dosaženo výsledku 196 390 000 Kč. Takto stanovená hodnota společnosti je však málo přesná. Oceňovateli poskytuje pouze orientační přehled o tom, jaké hodnoty by mohlo být dosahováno. Mnohem přesnější a věrohodnější výsledek ocenění byl získán dvoufázovou metodou diskontovaných peněžních toků. Hodnota společnosti byla stanovena ve výši 187 007 000 Kč. Například v porovnání s hodnotou aktiv k datu ocenění se jedná o částku představující téměř dvojnásobek hodnoty aktiv. Jak již bylo zmíněno výše, druhým způsobem, který byl ke stanovení hodnoty podniku využit, byla metoda ekonomické přidané hodnoty. U této metody jsou kladeny ještě větší požadavky na tržní přístup. Proto lze tuto hodnotu považovat za tržně nejpřesnější. Použitím metody EVA bylo dosaženo výsledku 161 506 000 Kč. Výsledek ocenění získaný metodou EVA byl o 25 501 000 Kč nižší, než hodnota společnosti dle metody DCF.

Z dosažených výsledků je možno usuzovat, že společnost PeMaP s.r.o. je dobře prosperující. A její činností je vytvářen nejen zisk v klasickém účetním pojetí, ale také hodnota pro vlastníky, která je měřena ukazatelem EVA. Právě ekonomická přidaná hodnota se v posledních letech stává novým měřítkem finanční úrovně společnosti a jsou jí nahrazovány klasické ukazatele. Z tohoto důvodu je možné se spíše přiklánět k výsledku ocenění stanoveného metodou EVA.

V páté kapitole byly zjištěné hodnoty porovnány a podrobeny citlivostní analýze na základní parametry, kterými jsou ovlivňovány dosažené výsledky. Jako základní parametry byly u metody diskontovaných peněžních toků zvoleny volné peněžní toky a průměrné náklady kapitálu. U metody EVA byly vybrány jako klíčové parametry čistý operativní zisk, čistá operativní aktiva a stejně jako u první metody náklady kapitálu.

V neposlední řadě bylo vhodné výsledné ocenění doplnit o citlivostní analýzu. Mezi základní parametry u metody DCF řadíme volné peněžní toky a náklady kapitálu. Oba tyto parametry ovlivňují výslednou hodnotu ocenění poměrně výrazně. Jedno procentní růst hodnoty volných peněžních toků povede k růstu hodnoty společnosti o více než 1 600 000 Kč. Naopak jednaprocentní růst nákladu kapitálu bude mít za následek pokles hodnoty společnosti o téměř 1 700 000 Kč. V závěru tedy můžeme konstatovat, že i malá změna dvou základních parametrů zapříčiní poměrně značnou změnu výsledku ocenění.

Pokud by se parametry vyvíjely současně stejným směrem, například by vzrostly náklady kapitálu i peněžní toky, výsledná změna hodnoty již nebude tak velká, jelikož růst nákladu kapitálu vede k poklesu hodnoty, zatímco růst peněžních toků vede k růstu hodnoty. Obě změny současně se tedy částečně vyruší. U metody EVA se citlivost dosažených výsledků na parametry NOPAT a WACC projevuje zhruba stejně. Citlivost na parametr NOA je podstatně menší.

Seznam použité literatury

A) Knižní publikace

DLUHOŠOVÁ, D. a kolektiv. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2008. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

DLUHOŠOVÁ, D. a kolektiv. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

KISLINGEROVÁ, E. *Ocenění podniku*. 1.vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.

MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 2.vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.

MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F. *EVA and value-based management : a practical guide to implementation*. 1. vyd. New York: McGraw-Hill, 2001. 493 s. ISBN 0-07-136439-0.

B) Internetové zdroje

[1] *Český statistický úřad* [online]. Praha : 2011, 1.2.2011 [cit. 2011-02-11].

Makroekonomické údaje. Dostupné z WWW: <www.czso.cz>.

[2] *Ministerstvo financí České republiky* [online]. Praha : 2011 [cit. 2011-02-12].

Makroekonomická prognóza. Dostupné z WWW:

<http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/e_pruzkumy_makro_prognoz_58807.html>.

[3] *Český statistický úřad* [online]. Praha : 2011 [cit. 2011-02-14]. Česká republika od roku 1989 v číslech. Dostupné z WWW:

<http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr_od_roku_1989#01>.

[4] *Český statistický úřad* [online]. Praha : 2011 [cit. 2011-02-17]. Index spotřebitelských cen. Dostupné z WWW: <<http://www.czso.cz/csu/2011edicniplan.nsf/p/7101-11>>.

[5] *WIKIPEDIE Otevřená encyklopedie* [online]. 19.3.2011 [cit. 2011-04-13]. SWOT. Dostupné z WWW: <<http://cs.wikipedia.org/wiki/SWOT>>.

Seznam zkratek

A – aktiva

BÚ – bankovní úvěr

CF – Cash Flow – peněžní tok

CK – cizí kapitál

ČPK – čistý pracovní kapitál

ČSÚ – Český statistický úřad

DCF – diskontované peněžní toky

DHM – dlouhodobý hmotný majetek

DM – dlouhodobý majetek

DNM – dlouhodobý nehmotný majetek

EAT – Earnings after Taxes – zisk po zdanění

EBIT – Earnings before Interest and Taxes – zisk před odpisy a daněmi

EBT – Earnings before Taxes – zisk před zdaněním

EUR – Euro

EVA – Economic Value Addend – ekonomická přidaná hodnota

FCFF – Free Cash Flow to the Firm – volné peněžní toky pro firmu

HDP – hrubý domácí produkt

Kč – Koruna česká

KPVH – korigovaný provozní výsledek hospodaření

KSPP – konečný stav peněžních prostředků

mld. - miliarda

MVA – Market Value Addend - tržní přidaná hodnota

NOA – Net Operating Assets – čistá operativní aktiva

NOPAT – Net Operating Profit After Taxes – čistý provozní výsledek hospodaření

NOPBT – Net Operating Profit Before Taxes – provozní výsledek hospodaření před zdaněním

OA – oběžná aktiva

OBL – obligace

p.b. – procentní bod

PB – platební bilance

PH – pokračující hodnota

R_F – bezriziková sazba

$R_{finstab}$ – riziková přírážka za finanční stabilitu

R_{LA} – riziková přírážka za velikost firmy

$R_{podnikatelské}$ – riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko

ROA – Return on Assets – rentabilita aktiv

ROCE – Return on Capital Employed – rentabilita dlouhodobých vložených zdrojů

ROE – Return on Equity – rentabilita vlastního kapitálu

ROS – Return on Sales – rentabilita tržeb

S – saldo úvěru

SA – stálá aktiva

T – tržby

U - úroky

USA – Spojené státy americké

USD – americký dolar

ÚM – úroková míra

ÚZ – úplatné zdroje

VH – výsledek hospodaření

VK – vlastní kapitál

ZK – základní kapitál

Seznam tabulek a grafů

A) Tabulky

Tabulka 2.5.1 Úprava provozního výsledku hospodaření na korigovaný provozní VH	22
Tabulka 2.6.1 Schéma výpočtu FCFE	29
Tabulka 4.1.1 Vývoj makroekonomických veličin v ČR za období let 2005 – 2009	37
Tabulka 4.1.2 Tržby společnosti PeMaP s.r.o. v letech 2005-2009	38
Tabulka 4.1.3 Predikce makroekonomických veličin pro období 2010 – 2013	38
Tabulka 4.1.4 Vývoj spotřeby vína v letech 1990 až 2009	39
Tabulka 4.1.5 Velikost relevantního trhu v litrech	40
Tabulka 4.1.6 Odhad velikosti trhu na základě spotřeby vína	41
Tabulka 4.1.7 Odhad velikosti trhu na základě vztahu s ukazatelem HDP na obyvatele	42
Tabulka 4.1.8 Průměrná nominální mzda v ČR	42
Tabulka 4.1.9 Bazický index spotřebitelských cen pro alkoholické nápoje (100=průměr roku 2005)	43
Tabulka 4.1.10 Stanovení dosavadního tržního podílu společnosti PeMaP s.r.o.	43
Tabulka 4.1.11 Ukazatele zadluženosti společnosti BUDA-MONT spol. s r.o.	44
Tabulka 4.1.12 Ukazatele likvidity společnosti BUDA-MONT spol. s r.o.	45
Tabulka 4.1.13 Ukazatele rentability společnosti BUDA-MONT spol. s r.o.	45
Tabulka 4.1.14 Ukazatele aktivity společnosti BUDA-MONT spol. s r.o.	46
Tabulka 4.1.15 Odhad tržeb oceňované společnosti	48
Tabulka 4.2.1 Ukazatele zadluženosti	49
Tabulka 4.2.2 Hodnota ukazatele ziskový účinek finanční páky	50
Tabulka 4.2.3 Ukazatele likvidity	50
Tabulka 4.2.4 Ukazatele rentability	51
Tabulka 4.2.5 Ukazatele aktivity	51
Tabulka 4.2.6 Rozklad ukazatele ROE	52
Tabulka 4.2.7 Rozklad ukazatele ROE	52
Tabulka 4.2.8 Ukazatel Z-score	53
Tabulka 4.3.1 Vývoj korigovaného provozního výsledku hospodaření	55
Tabulka 4.3.2 Prognóza tržeb pro roky 2010-2013 (v tis.Kč)	55
Tabulka 4.3.3 Vývoj ziskové marže v minulosti	55
Tabulka 4.3.4 Vývoj ziskové marže a KPVH v letech 2010-2013	56
Tabulka 4.3.5 Prognóza vývoje pracovního kapitálu (v tis. Kč)	56

Tabulka 4.3.6 Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	56
Tabulka 4.3.7 Plánovaný výkaz zisku a ztráty pro období let 2010- 2013 (v tis. Kč)	57
Tabulka 4.3.8 Plánová rozvaha pro roky 2010-2013	57
Tabulka 4.3.9 Plánovaný výkaz peněžních toků	58
Tabulka 4.4.1 Výpočet volných peněžních toků.	59
Tabulka 4.4.2 Výpočet nákladu kapitálu pomocí stavebnicového modelu	59
Tabulka 4.4.3 Hodnota společnosti na bázi perpetuity	60
Tabulka 4.4.4 Ocenění společnosti dvoufázovou metodou DCF	60
Tabulka 4.5.1 Výpočet čistého operativního zisku (NOPAT)	61
Tabulka 4.5.2 Úprava aktiv na čistá operativních aktiva	61
Tabulka 4.5.3 Výpočet ukazatele EVA	61
Tabulka 4.5.4 Hodnota podniku na bázi ukazatele EVA	62
Tabulka 5.1 Analýza citlivosti metody DCF na změny FCFF	63
Tabulka 5.2 Analýza citlivosti metody DCF na změny WACC	63
Tabulka 5.3 Analýza scénářů	64
Tabulka 5.4 Analýza citlivosti metody EVA na změny NOPAT	65
Tabulka 5.5 Analýza citlivosti metody EVA na změny WACC	65
Tabulka 5.6 Analýza citlivosti metody EVA na změny NOA	66

B) Grafy

Graf 4.1.1 Vývoj trhu s vínem v závislosti na ukazateli HDP na obyvatele	42
--	----

Prohlášení o využití výsledku diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst.3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

Anna Káňová

jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

Na Vyhlídce 1357, Frýdek – Místek 738 01

Seznam příloh

Příloha č. 1 Schéma plánovaného výkazu zisku a ztráty

Příloha č. 2 Schéma plánovaného výkazu peněžních toků

Příloha č. 3 Schéma plánované rozvahy

Příloha č. 4 Rozvaha společnosti PeMaP s.r.o. za roky 2005 - 2009

Příloha č. 5 Výkaz zisku a ztráty společnosti PeMaP s.r.o. za roky 2005 – 2009

Příloha č. 6 Výkaz peněžních toků za roky 2005 – 2009

Příloha č. 7 Horizontální analýza rozvahy - absolutní změny

Příloha č. 8 Horizontální analýza rozvahy - relativní změny

Příloha č. 9 Vertikální analýza rozvahy

Příloha č. 10 Rozvaha BUDA-MONT spol. s r.o. (v tis.Kč)

Příloha č. 11 Výkaz zisku a ztráty společnosti BUDA-MONT spol. s r.o. (v tis. Kč)

Přílohy

Příloha č. 1 Schéma plánovaného výkazu zisku a ztráty

<i>Tržby z podeje zboží</i> jsou součinem tempa růstu tržeb a tržeb v předcházejícím období
<i>Náklady na prodané zboží</i> jsou rozdílem tržeb a obchodní marže
<i>Obchodní marže</i> je součinem tržeb a ziskové marže
<i>Výkonová spotřeba</i> je součinem tržeb a procenta odhadnutého v rámci generátoru hodnoty
<i>Přidaná hodnota</i> je rozdílem obchodní marže a výkonové spotřeby
<i>Osobní náklady</i> jsou součtem mzdových nákladů a nákladů na sociální zabezpečení
<i>Odpisy</i> převezmeme z plánu investic
Korigovaný výsledek hospodaření je rozdíl přidané hodnoty a nákladů (osobních a odpisů)
<i>Nákladové úroky</i> převezmeme z plánu investic
<i>Náklady a výnosy spojené z neprovozní činnosti</i>
<i>Daň</i> vypočtená podle předpokládané sazby zdanění
Výsledek hospodaření za běžnou činnost

Příloha č. 2 Schéma plánovaného výkazu peněžních toků

<i>Počáteční stav PP</i> převezmeme z rozvahy za předcházející rok
<i>Korigovaný výsledek hospodaření</i> převezmeme z výsledovky a zdaníme
<i>Úprava o nepeněžní operace</i> jako jsou odpisy, změna stavu pracovního kapitálu nebo rezerv
Provozní peněžní tok je součtem výsledku hospodaření a úprav o nepeněžní operace
Investice do provozně nutného majetku představují investiční peněžní tok
<i>Výdaje spojené se splátkami úvěru</i> převezmeme z plánu financování
<i>Příjmy z přijetí nových zdrojů</i> převezmeme z plánu financování
<i>Výdaje na výplaty dividend a podílu vlastníkům</i>
<i>Přímé platby na vrub fondů</i> lze plánovat na základě minulých zkušeností
Finanční peněžní tok zahrnuje čtyři výše uvedené body
Peněžní tok celkem je součtem dílčích peněžních toků
Konečný stav PP je součtem počátečního stavu PP a peněžního toku

Příloha č. 3 Schéma plánované rozvahy

Dlouhodobý majetek – převezeme z plánu investic. Pokud plánujeme pouze investiční výdaje, dopočteme konečný stav majetku = stav ke konci předcházejícího roku + pořízení nového majetku – odpisy – zůstatková hodnota prodaného majetku.	<i>Základní kapitál</i> – obvykle je ponecháván na konstantní úrovni <i>Fondy</i> – lze nechat beze změny <i>Nerozdělený výsledek hosp. minulých let</i> <i>Výsledek hospodaření běžného roku</i> převezmeme z výsledovky Vlastní kapitál součet výše uvedeného
<i>Zásoby a pohledávky</i> budou převzaty z plánu pracovního kapitálu <i>Peněžní prostředky</i> jsou převzaty z výkazu cash flow Oběžná aktiva jsou součtem zásob, pohledávek a krátkodobého finančního majetku.	<i>Dlouhodobé závazky</i> převezmeme z plánu financování, <i>Bankovní úvěry</i> převezmeme z plánu financování <i>Krátkodobé závazky</i> převezmeme z plánu pracovního kapitálu Cizí zdroje jsou součtem výše uvedeného
Aktiva celkem jsou součtem dlouhodobého a oběžného majetku	Pasiva celkem jsou součtem vlastního a cizího kapitálu

Příloha č. 4 Rozvaha společnosti PeMaP s.r.o. za roky 2005 - 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Aktiva celkem	68 968	74 534	85 151	83 615	98 397
dlouhodobý majetek	9 029	8 700	17 776	19 467	32 121
DNM	486	401	315	229	143
DHM	8 543	8 299	10 820	17 892	21 497
DFM	0	0	6 641	1 346	10 481
oběžná aktiva	57 914	63 054	65 799	63 267	66 302
zásoby	20 792	14 915	19 539	19 954	21 595
kr.pohledávky	29 390	28 942	36 286	40 075	34 036
peníze	315	87	282	42	191
běžný účet	7 417	19 110	9 692	3 196	10 480
časové rozlišení	2 025	2 780	1 576	881	-26
Pasiva celkem	68 968	74 534	85 151	83 615	98 397
vlastní kapitál	26 550	37 258	42 986	44 478	65 756
základní kapitál	2 136	2 136	2 136	2 136	2 136
rezervní fond	15	15	15	15	15
kapitálový fond	0	0	-3 360	-14 154	-5 421
VH minulých let	17 130	24 399	33 577	44 195	56 481
VH běž.účet.období	7 269	10 708	10 618	12 286	12 545
cizí zdroje	41 964	35 148	39 437	31 738	25 673
rezervy	7 200	7 900	10 400	8 500	7 000
kr.závazky	34 764	27 248	24 037	19 817	16 831
bankovní úvěry	0	0	5 000	3 421	1 842
časové rozlišení	454	2 128	2 728	7 399	6 968

Příloha č. 5 Výkaz zisku a ztráty společnosti PeMaP s.r.o. za roky 2005 – 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
tržby za prodej zboží	167 897	182 255	196 241	198 016	192 913
náklady na prodané zboží	137 690	147 496	148 170	152 528	150 564
obchodní marže	30 207	34 759	48 071	45 488	42 349
výkony	704	929	2 974	5 542	5 635
výkonová spotřeba	14 965	18 495	22 984	25 324	22 294
přidaná hodnota	15 946	17 193	28 061	25 706	25 690
osobní náklady	4 835	6 759	10 435	12 994	8 435
daně	74	97	121	151	155
odpisy DM	1 370	1 142	1 123	1 753	2 516
tržby z prodeje DM	375	385	125	136	180
zůstatková cena prodaného DM	7	29	0	0	126
změna stavu rezerv a opravných položek	1 515	739	1 676	-2 120	-1 500
ostatní provozní náklady	2 405	3 270	1 605	2 349	2 574
ostatní provozní výnosy	1 575	-1 574	1 351	5 663	2 742
provozní výsledek hospodaření	9 350	13 656	14 577	16 378	16 306
výnosové úroky	2	60	244	229	84
nákladové úroky	0	0	23	237	101
ostatní finanční výnosy	1 921	1 288	1 167	1 692	1 927
ostatní finanční náklady	1 054	782	1 755	2 140	2 396
finanční výsledek hosp	869	566	-367	-456	-486
VH za běžnou činnost	10 219	14 222	14 210	15 922	15 820
daň	2 950	3 514	3 592	3 636	3 275
VH za účetní období	7 269	10 708	10 618	12 286	12 545

Příloha č. 6 Výkaz peněžních toků za roky 2005 – 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
PS PP	2 696	7 732	19 197	9 974	3 238
zisk před zdaněním	10 219	14 222	14 210	15 922	15 820
odpisy	1370	1 142	1 123	1 753	2 516
změna stavu opravných položek	424	1 176	1 676	3 246	-1 024
zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	-368	-385	-125	-136	0
CF z provozní činnosti před ΔPK	11 645	16 155	16 884	20 785	17 312
změna stavu pohledávek	-7 687	448	-7 344	-3 789	6 039
změna stavu kr.závazků	11 121	-7 516	-3 224	-3 477	-2 862
změna stavu zásob	-5 952	5 877	-4 624	-415	-1 641
změna stavu prac.kapitálu	-2518	-1 191	-15 192	-7 681	1 536
CF z provozní činnosti před daní	9 127	14 964	1 692	13 104	18 848
daň	-2 287	-3 353	-3 232	-3 553	-3 614
CF z provozní činnosti	6 840	11 611	-1 540	9 551	15 234
výdaje spojené s nabytím SA	-2 179	-531	-2 808	-4 050	-2 900
příjmy z prodeje SA	375	385	125	136	180
CF z invest. činnosti	-1 804	-146	-2 683	-3 914	-2 720
CF z finanční činnosti	0	0	-5 000	-12 373	-5 081
CF celkem	5 036	11 465	-9 223	-6 736	7 433
KS PP	7 732	19 197	9 974	3 238	10 671

Příloha č. 7 Horizontální analýza rozvahy - absolutní změny

	2006	2007	2008	2009
aktiva celkem	5 566	10 617	-1 536	14 782
dlouhodobý majetek	-329	9 076	1 691	12 654
DNM	-85	-86	-86	-86
DHM	-244	2 521	7 072	3 605
DFM	0	6 641	-5 295	9 135
oběžná aktiva	5 140	2 745	-2 532	3 035
zásoby	-5 877	4 624	415	1 641
krátkodobé pohledávky	-448	7 344	3 789	-6 039
peníze	-228	195	-240	149
běžný účet	11 693	-9 418	-6 496	7 284
časové rozlišení	755	-1 204	-695	-907
pasiva celkem	5 566	10 617	-1 536	14 782
vlastní kapitál	10 708	5 728	1 492	21 278
základní kapitál	0	0	0	0
rezervní fond	0	0	0	0
kapitálový fond	0	-3 360	-10 794	8 733
VH minulých let	7 269	9 178	10 618	12 286
VH běž.účet.období	3 439	-90	1 668	259
cizí zdroje	-6 816	4 289	-7 699	-6 065
rezervy	700	2 500	-1 900	-1 500
krátkodobé závazky	-7 516	-3 211	-4 220	-2 986
bankovní úvěry	0	5 000	-1 579	-1 579
časové rozlišení	1 674	600	4 671	-431

Příloha č. 8 Horizontální analýza rozvahy - relativní změny

	2006	2007	2008	2009
aktiva celkem	8,07%	14,24%	-1,80%	17,68%
dlouhodobý majetek	-3,64%	104,32%	9,51%	65,00%
DNM	-17,49%	-21,45%	-27,30%	-37,55%
DHM	-2,86%	30,38%	65,36%	20,15%
DFM	0,00%	0,00%	-79,73%	678,68%
oběžná aktiva	8,88%	4,35%	-3,85%	4,80%
zásoby	-28,27%	31,00%	2,12%	8,22%
krátkodobé pohledávky	-1,52%	25,37%	10,44%	-15,07%
peníze	-72,38%	224,14%	-85,11%	354,76%
běžný účet	157,65%	-49,28%	-67,02%	227,91%
časové rozlišení	37,28%	-43,31%	-44,10%	-102,95%
pasiva celkem	8,07%	14,24%	-1,80%	17,68%
vlastní kapitál	40,33%	15,37%	3,47%	47,84%
základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
rezervní fond	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
kapitálový fond	0,00%	0,00%	321,25%	-61,70%
VH minulých let	42,43%	37,62%	31,62%	27,80%
VH běž.účet.období	47,31%	-0,84%	15,71%	2,11%
cizí zdroje	-16,24%	12,20%	-19,52%	-19,11%
rezervy	9,72%	31,65%	-18,27%	-17,65%
krátkodobé závazky	-21,62%	-11,78%	-17,56%	-15,07%
bankovní úvěry	0,00%	0,00%	-31,58%	-46,16%
časové rozlišení	368,72%	28,20%	171,22%	-5,83%

Příloha č. 9 Vertikální analýza rozvahy

	2005	2006	2007	2008	2009
dlouhodobý majetek	13,09%	11,67%	20,88%	23,28%	32,64%
DNM	0,70%	0,54%	0,37%	0,27%	0,15%
DHM	12,39%	11,13%	12,71%	21,40%	21,85%
DFM	0,00%	0,00%	7,80%	1,61%	10,65%
oběžná aktiva	83,97%	84,60%	77,27%	75,66%	67,38%
zásoby	30,15%	20,01%	22,95%	23,86%	21,95%
krátkodobé pohledávky	42,61%	38,83%	42,61%	47,93%	34,59%
peníze	0,46%	0,12%	0,33%	0,05%	0,19%
běžný účet	10,75%	25,64%	11,38%	3,82%	10,65%
časové rozlišení	2,94%	3,73%	1,85%	1,05%	-0,03%
aktiva celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
vlastní kapitál	38,50%	49,99%	50,48%	53,19%	66,83%
základní kapitál	3,10%	2,87%	2,51%	2,55%	2,17%
rezervní fond	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
kapitálový fond	0,00%	0,00%	-3,95%	-16,93%	-5,51%
VH minulých let	24,84%	32,74%	39,43%	52,86%	57,40%
VH běž.účet.období	10,54%	14,37%	12,47%	14,69%	12,75%
cizí zdroje	60,85%	47,16%	46,31%	37,96%	26,09%
rezervy	10,44%	10,60%	12,21%	10,17%	7,11%
kr.závazky	50,41%	36,56%	28,23%	23,70%	17,11%
bankovní úvěry	0,00%	0,00%	5,87%	4,09%	1,87%
časové rozlišení	0,66%	2,86%	3,20%	8,85%	7,08%
pasiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%

Příloha č. 10 Rozvaha BUDA-MONT spol s r.o. (v tis.Kč)

Rozvaha	2009	2008	2007
aktiva celkem	187 924	194 682	172 522
dlouhodobý majetek	31 105	33 763	32 525
oběžná aktiva	157 230	160 705	139 891
zboží	58 836	46 333	40 334
krátkodobé pohledávky	95 041	109 449	96 359
peníze	87	343	304
bankovní účty	3266	4580	2894
pasiva celkem	187 924	194 682	172 522
vlastní kapitál	52 545	50 794	46 396
Základní kapitál	200	200	200
Kapitál. fondy	23 985	24 707	24 827
VH minulých let	25 792	21 319	17 784
VH běžného období	2 518	4473	3535
cizí zdroje	135 379	143 933	126 126
dlouhodobé závazky	19 296	19 758	11 483
krátkodobé závazky	109 251	110 541	99 610
bankovní úvěry	6 832	11 833	10 833

Příloha č. 11 Výkaz zisku a ztráty společnosti BUDA-MONT spol. s r.o. (v tis. Kč)

	2009	2008	2007
tržby	628 750	649 719	579 340
náklady na zboží	531 727	544 670	491 682
obchodní marže	97 023	105 049	87 658
přidaná hodnota	18 534	21 875	15 070
osobní náklady	10 819	11 468	11 121
daně	247	194	169
odpisy	3917	2942	1830
provozní VH	3784	7860	2160
finanční VH	-572	-2106	2611
daň z příjmu	694	1281	1236
VH před zdaněním	3212	5754	4771
VH za období	2518	4473	3535